全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

舵手证券图书
www.zqbooks.com



投资中最重要的1件事

12位世界投资大师告诉你

[美]约翰·莫尔丁 编著
John Mauldin
芝 麻 译

Just One Thing

Twelve of the World's Best Investors Reveal the ONE Strategy You Can't Overlook

地震出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资中最重要的一件事

[美]约翰·莫尔丁　编著
芝麻　译

地震出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

投资中最重要的一件事/[美]约翰·莫尔丁编著;芝麻译.
—北京：地震出版社，2007.11
ISBN 978-7-5028-3198-1
Ⅰ.投… Ⅱ.①约… ②芝… Ⅲ.投资－基本知识 Ⅳ.F830.59
中国版本图书馆CIP数据核字(2007)第129954号

地震版 XT200700221

著作权合同登记 图字:01-2007-4453
John Mauldin, Just one thing
Copyright © 2006 by John Mauldin. All rights reserved.
Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey
Simplified Chinese Translation Copyright © 2007 by China Seismological Press
All Rights Reserved. This translation published under license.

投资中最重要的一件事
[美]约翰·莫尔丁 编著 芝麻 译
责任编辑：李和文
责任校对：郭京平

出版发行：地震出版社
北京民族学院南路9号 邮编：100081
发行部：68423031 68467993 传真：88421706
门市部：68467991 传真：68467991
编辑部：68462709 68423029 传真：68467972
E-mail：seis@ht.rol.cn.net
经销：全国各地新华书店
印刷：北京东海印刷有限公司

版(印)次：2007年11月第1版 2007年11月第1次印刷
开本：787×1092 1/16
字数：188千字
印张：15
印数：00001～10000
书号：ISBN 978-7-5028-3198-1/F·373 (3888)
定价：38.00元
版权所有 翻印必究
(图书出现印装问题，本社负责调换)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言

“就一件事”，我对他们说。

“给我一条你想传给自己孩子的、最好的投资理念。”

干我这一行最大的好处就是能够混迹于一些非常聪明的人中间，使我得以借鉴他们的想法，向最优秀的人学习。一个人要是有机会和加特曼或者凯斯勒或者本书中其他任何一位投资专家坐下来谈谈，那他毫无疑问会扑过去。这些专家每人究竟会说出一件什么样的事来彻底改变你的投资生涯呢？如果一个理念能够帮助我们更好地投资，或者使我们免于亏损的痛苦，那么其价值是无可估量的。

我请求这些专家们分享他们的真知灼见。这些章节的作者们都身经百战，经验丰富，我那时想，“为什么不请他们分享一下那过人的智慧呢？”于是就有了本书。因为没有一定之规，所以各章节的主题和长度都各不相同。

我想要的是那种普通投资者可以阅读并且理解的文章。没什么比一个令人无法理解的想法更使人丧气。我对他们的要求是，拿出来与我们分享的东西要能够使读者在阅读中不时发出“啊哈！”，产生共鸣。

我在问他们之前就能够猜到其中几位会写些什么。马克·费恩的主题会是历史业绩的问题。他在这方面（还有许多其他方面）绝对是一流的，这正是为什么那些大机构少不了他当顾问的原因。不用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，加特曼会谈谈他的交易规则。关于交易，加特曼忘记的东西也比我们大多数人知道的要多。而他会告诉你，这就是他之所以要把那些规则写下来的原因——这样就能记住它们，并且遵循不误。违反了这些规则，你就会赔钱。如果你想交易，那就得把它们放在手边。

不过我确实不知道其他的作者们怎么才能把自己的建议缩减到“只有一件事”。这很困难。可他们都出色地完成了。

好吧，安迪·凯斯勒说了两件。可如果你把1亿美元变成了10亿，并且在顶部全身而退，那多说一件也是好事。凯斯勒向我们显示，投资于大家都知道的东西，那你的投资回报也就只能是平均水平（或者更少！）。他说，更好的投资，要像在迷雾中行走。

加里·西林为我们证明了一个真正的好想法的价值。乔治·吉尔德告诉我们，实际上内幕消息是最好的信息。想让自己的投资每年平均多出3%吗？罗伯·阿诺德发人深省地写道，指数型基金（和许多共同基金）目前的构筑并不合理，并提出了一种新的投资方式。这篇极具说服力的分析将使你获益匪浅。

比尔·邦纳告诉我们，如果想成功，一开始就需要制定好原则，并且提出了他自己对这条原则具体内容的想法。麦寇·玛斯特森也有同样的想法，但是笔下内容全然不同。

对投资领域内的人性弱点，詹姆斯·芒提尔非常详尽地向我们介绍了最新的研究成果。他是位投资心理专家，在这个题材上已有著作问世。这一章你将会一读再读，细细品味。

理查德·罗素从1958年就开始写作，是经济学作者中的领导者。他与我们分享了自己对期限、期望、还有复利的看法。任何时候只要罗素开口，我们就应该仔细聆听。埃德·伊斯特林告诫我们，“风险不是一个旋钮，拧一下就能有更多的回报，”并且写道，“赚钱的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一步是不要亏钱。”他向我们显示了如何避免不必要的风险，以及在遇到这样的风险时，如何使它成为你的朋友。

最后，对于变化对我们未来的影响，我发表了几个看法。变化的速度正在加快，我们不但需要知道变化的内容，还要学会利用变化。未来20年中，最好的投资将会隐含在那些改变的过程中。

这本书，以及我的朋友们为呈现自己最好的想法所做的工作，都让我十分自豪。我相信读者们会发现许多可以在生活和投资上运用的金玉良言。至于章节的排序，谁该排第一谁，该排第二之类的问题，这实在难以决断，每一章都应该是第一位的。因此，我就用了它们出现在我邮箱里的顺序。你既可以从第一章开始，也可以从中间一章或者最后一章开始，重要的是每一章都读到。

还有“一件事”：接下来的两百多页里，有许多极好的想法，但你必须把它们付诸实践。因此，你一边读的时候，一边就要思考如何才能把那些原理、技巧、还有想法应用到你个人的情况中去。这将使此书更为精彩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

第一章　在迷雾中投资

安迪·凯思勒 …… 1

第二章　放弃亏损的交易

丹尼斯·加特曼 …… 17

第三章　不要滥用历史业绩

马克·费恩　乔纳森·费恩 …… 29

第四章　发现与众不同的投资主题

加里·西林 …… 45

第五章　追求高回报、低风险

埃德·伊斯特林 …… 77

第六章　克服心理偏见

詹姆斯·芒提尔 …… 97

第七章　方式即目的

比尔·邦纳 …… 141

第八章　多赚 2%

罗伯·阿诺特 …… 153

第九章　内幕消息最有价值

乔治·吉尔德 …… 165

第十章　赢者法则:为他人着想

麦寇·玛斯特森 …… 177

第十一章　复利的威力

理查德·罗素 …… 189

第十二章　弄潮千禧波

约翰·莫尔丁 …… 201

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　在迷雾中投资

安迪·凯思勒

安迪·凯思勒 (Andy Kessler) 是当今投资领域内的一位通才，他什么都做。他在华尔街上几家最大的公司里做过投资银行业务和研究分析师，并把自己的经验写成了他的第一本书《华尔街股票块肉余生记》(“Wall Street Meat: My Narrow Escape from the Stock Market Grinder”)。接着，他又与人合作建立了一只对冲基金。这只基金创建时筹集资金 8000 万美元，而凯思勒用 5 年的时间把它变成了 10 亿美元，并且在市场的顶部全身而退。他把这段日子记在了《操纵金钱》(“Running Money”) 一书中。目前，他是《华尔街日报》以及《财富》和《电讯报》的独立撰稿人，而且显然是 CNBC、CNN、FOX NEWS、和 DATELINE NBC 这些电视媒体的常客。此外，因为有 4 个儿子的缘故，他的身材也保持着最佳状态！

他最近的那本《回顾来时路》(“How We Got Here”) 谈论的是工业发展，从蒸汽机谈到了互联网。凯思勒夫妻和 4 个儿子一起住在加里福尼亚北部。他正着手一件神秘的新项目，跟我发誓说，一旦有了眉目就会告诉我。如果你还想多了解一点他，可以去拜访一下 www.andykessler.com，在那儿你还可以免费下载他的最新书籍。

——编者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、在迷雾中投资

几年前，我决定去爬华盛顿山，还拽上了一位不太情愿的朋友保罗跟我一起去。那是新罕布什尔州的一个美丽的清晨，时值8月，晴空万里，鸟语啾啾，感觉好极了。保罗那天早晨参加马拉松，已经跑了8英里，不过还是同意和我“走一走”。他仍然穿着跑步的衣服，而我则套了一件崭新的Blue Oyster Cult(译者注：美国著名重金属乐队)T恤衫。

我们停好车，找到了上山小道的起点。在常见的那些针对有毒植物和狂热松鼠的警告牌边上，挂了一个巨大的标识，上面写着“停步。前方的气候即使在夏季也属全美最糟。已有多人死亡。如果气候恶劣，请现在就回头。”

我抬头看了看万里无云的天空，嘲笑道，“看上去是够糟的。出发吧!”

爬的过程很辛苦，不过不管怎样，对我来说还不算致命。不知不觉中，石头取代了树林，气温下降了，不知从哪里冒出来的一道雾堤悬在我们头顶不到10英寸的地方。我们继续往上爬，直到完全被雾吞没。

“你有方向吗，凯思勒?”保罗问道。

“没。”

“我啥也看不见。”

“我听说路上有一些标记，路标什么的，”我说。

“像那样的?”保罗指着一块勉强能看见的黄色石头问道。那块石头在垂直垒起的四块大石顶端。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们在迷雾中朝那块黄色的石头走去。等到那儿的时候，我们就差不多能看见 10 英寸或者 15 英寸远的另一个石堆上的另一块黄色石头了。因此，我们就这么识别着迷雾中的路标，缓慢而安全地继续稳定前行，冻了个半死。后来，有段时间我们无法识别出任何东西，连自己的脚都不大能看得见，那些隐约的黄色石头说不准到底是真的还是我的幻觉，总之我们还是继续往上爬，结果竟然真的出现了另外一块黄色石头。我们的目标更加接近了。

这事尽管已经不再轻松有趣，可绝对令人感到刺激。下午两点左右，我们饥寒交迫，几乎一语不发地终于来到了华盛顿山顶。我们没忙着去插旗帜，而是一头扎进那里的饭馆，挤进了拥挤的人群中。那些人都是开车或者坐火车或者乘公共汽车来的。我和保罗买了堆昂贵的华盛顿山纪念 T 恤，狼吞虎咽了几只油腻腻的汉堡包，然后又逗留了足足有五分钟。终于，保罗说，“准备好下山了吗?”这次我们可知道自己在做什么了。

而这，我的朋友们，就是我如何学会投资的。

二、投资是艰难的

投资是艰难的，就像一位朋友说的那样，“难的就像中国的数学题”。它繁琐危险，很伤自尊，而且容易受到极端的环境影响。

我的老搭档弗雷德说得好：“股票所交易的是对痛苦的承受力。”我不知道你的情况如何，不过我本人对痛苦的忍受极其有限。然而，我却有一份在华尔街的职业：起初是一名各种科技股份公司的分析师，然后做投资银行，成了一名风险资本家，最终发展了一个后来有数 10 亿美元的对冲基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能走到今天，我靠的是在迷雾中投资。

三、阳光下你赚不着钱

就像所有的初级股票课程会教育你的那样，一只股票的价格无非就是那个公司的未来收益在目前的实际价值。那简直再容易不过了。你只需要知道公司现在的收益，以及它的增长速度，还有把未来收益转化为目前实际价值的折现率就行。这使我想起了电视节目“星期六晚间直播”(Saturday Night Live)。有一期里，切斯(译者注：该节目主持人 Chevy Chase)扮演大选辩论中的福特总统，要回答通货膨胀对预算赤字的影响。福特(切斯)的回答是，“呃，他们跟我说好了不会有算数题的。”

对于任何一段已经过去了的时期，这道算数题相当容易。Widgets R Us 公司去年的每股收益是 1 美元。它的增长速度是 12%。通货膨胀率是 2.83%；因而，其股票的确切价值就是 18.42 美元。这个计算公式你可以从任何一本好的经济学课本上找到。祝你好运。

这只股票现在的市场价格或许正是 18.42 元。要是它是 20 元的话，那你就应该做空；而如果是 15 元，那你就应该买进。不过，反正我是怎么也不会去碰它的。为什么呢？

因为“1 美元”、“12%”、“通货膨胀指数 2.83%”，这些数字是所有人都知道的。阳光照遍了每一个角落。就有效市场理论而言，如果某件事情每个人都知道，那么你在这件事情上就赚不到钱。“但是 Widget 的业务增长很好，”你告诉我。没错。可那又怎么样？我们身处的并不是一个真空世界。我家宝宝的围嘴上印的那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

句话说得好，“口水随时会流下来。”

Widget 的业务不会总是维持在现在的状态。它不是会变得更好，就是会变得更差。但是除非他们在账目上做手脚，否则在可预见的将来，它的增长速度不会恰好还是 12%。然而，至少目前，该股的价值是建立在 12%这个增长速度上的。

影响价格的因素每天都在变。这就是为什么股市会从星期一开到星期五，即使在节假日期间，休市也从不超过一天的原因。公司的价值一直在变化。那些愚蠢的公式考虑了许多因素，但是几乎没有一个因素是确凿无疑的。销售需要完成。利润需要争取。在季度初始制定的消费计划只不过是在猜测需要多少收入才能满足这个计划而已。增长是建立在全球经济环境上的。印度尼西亚的一只蝴蝶动一动它的翅膀虽然不一定能改变股票的价值，但是泰国的一场政变或许就能(这样的事件每两年就要发生一次)。

那些公式极少考虑风险。即使它们考虑，这个数字也是无法测量的。经济学家们尽最大的努力也只能弄出一个大致的风险调整后的增长率。

总之，Widgets R Us 这只股票的问题在于，它一览无余，什么都在阳光下。每个人都能看见。每个人都认同它的前景。但是，天气要变的。

我宁愿是在迷雾中，大家都不知道。然后，如果我够优秀，那么我就能在迷雾中窥见一些指向更高处的黄色石块。一旦找到了这样的路标，情况就相当清楚了，而我那些建立在这个路标上的股票也会获得相应的价值，因此我会继续苦干去寻找下一个路标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、在迷雾中窥见路标的重要性

如果你还没被我吓得甩掉投资的念头，那么你不是很有毅力，就是个傻瓜。这很好。无论哪一种，对于成功的投资来说都是优点。

在迷雾中投资的含义并不是指反向投资，而是指发现得要比别人早。如果你认为以后每个人都会坐在星巴克里，一边喝“拿铁”一边用手提电脑上网(就像我现在这样)，那么这个主意就有投资价值。而且这个趋势也许会衍生出另外半打可以获益的投资想法。但是，我得建议你先去环顾一下星巴克，如果已经有很多人坐在那里喝茶上网的话，那就说明你的想法过时了。这一点股市早已知道了，而且已经把芯片软件公司和服务公司的未来增长打了折。只要喝进足够的“拿铁”，你也能幻想未来。

在迷雾中投资，是要能看见别人看不见的事情。大多数人走进迷雾中后，会感到恐慌。这里面的窍门是，在迷雾中要放松，尽情释放你的想像力，想像一下前方等待你的会是什么，脑中形成一个大体的轮廓，把它当做是真实的那样去投资。

我还记得一位在艾德·苏里文(Ed Sullivan)的电视节目里做嘉宾的一位喜剧演员(我知道我在暴露自己的年龄，不过那次实在太好玩了)(译者注：Ed Sullivan 主持的电视秀在 1948~1971 年间播出，所以作者有此说法。)。他说他妈妈喝酒喝多了，结果比世界上任何人都更早得看到了彩色电视。真该给这位母亲弄笔钱让她去投资！

随着时间的推移，如果那些轮廓成真，或者几乎成真，那么你就会是投小钱而捞大钱了。只是，在你的视线清晰后，别忘了你已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经走出了迷雾，曾经那模糊的轮廓，如今已是活生生的事实。你要设法让自己再次进入迷雾中。股市总是朝前看的。一个伟大的投资者会不断地以一种偏执的态度去弄清一些问题。例如，谁会知道，他们能知道些什么，以及他们什么时候知道。

当你来到交易柜台前，或是走进任何一家理财公司，你就进入了一个奇异的世界。许许多多的屏幕上充斥着闪烁的信息：股票价格、头条新闻、发表的公告、事件报道。屋子里到处是播放着的财经电视，一般都把声音掐了。理财顾问们一页一页地研读《华尔街日报》、《纽约时报》财经版、还有《Barron's》的周末版。他们定阅Www.thestreet.com，接收《市场观察》的电子邮件提示，浏览雅虎和"Motley Fool"（译者注：美国著名财经投资网站。Motley Fool，在英文中有"弄臣小丑"的意思。）的留言版，还和每个重要的券商保持EMAIL联系，接收他们晨会上的评论和分析师的看法。大一些的公司还会接到华尔街上那些销售人员的电话，向他们提供市场综述，而分析师们则会随着事态的发展在一天中随时提供意见。我所知道的公司全都扩增了他们的语音系统，这些系统常常在上午10点就会停止工作了，因为嘈杂不休的信息实在太多。

这些东西能让他们对股票有所判断吗？我对此十分怀疑。这些铺天盖地的信息是有一个原因的，也只有一个原因，那就是掌握市场脉搏，弄清楚别人都知道些什么。信息就是阳光。我想知道所有的事情，因为只有在那时，我才能知道自己的投资想法是否已有人重复，是否仍然还只是我自己复杂大脑中的一些碎片，还是我自个腹中的猜测，还是那迷雾中的轮廓。

这里面的诀窍是，要弄清楚这些超载的信息流在3个月、6个月、18个月——你要是有足够的耐心的话，甚至3～5年后——还会说什么。等到你现在眯着眼看到的那些东西，被所有这些信息清

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

清清楚楚地大声说出来的那一刻，你就赢了。市场追上了你，端端正正地坐在了你以前很难清楚看见的那块黄色石头上。你得到了报酬，因为你比任何人都早看见。你因为这一远见而持有的股票，现在的升值不是20%或者30%，而是两倍，三倍，甚至10倍。这个，才是投资。

五、挑选正确的路标

好吧，好吧，迷雾也好，阳光也好，说得够多了。我想你已经明白其中的意思了。那么，我所说的这些路标或者方向牌究竟是什么呢？很简单，它们就是你相信一定会出现的那些大的趋势。这些趋势使你充满信心，你骨子里知道它会成真，知道它成功的可能性是99.99%。这种趋势并不是随随便便能挑选出来的，你得花费很多工夫，流下许多汗水，并且成天提心吊胆。

挑错了方向，路标就会把你领下悬崖。有时候情况会更糟糕，你选了一个过于清晰的方向，结果永远也无法进入迷雾去发现那条通往财富的秘密通道。我在华尔街的这20年里，在迷雾中只发现过两次真正的路标。只有两次！真是很差劲。我是个专业人士，向人推荐股票，并且操纵着其他人的10亿美元，可这些都是建立在两次该死的走势上。

没错，就两次。不过，它们是多么棒的走势啊，可能至今仍然是呢。

我本来想再写它10几段来描述一下这些走势有多么精彩，然后建议你去邮局往我这儿寄上几千块钱，那么我也许会告诉你其中的一个秘密。不过去它的，我都已经写了两本书了，秘密多少也已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经泄露了，还是就这么说出来吧。它们是：

(1) 弹性：低廉的成本能创造出它自己的巨大市场。

(2) 智能化在向网络的边缘扩展。

如果你看了这两点，失望地说，“呃？就这个？你让我读这篇白痴文章，我得到的就是这个？”那我劝你先等等，听我解释。

六、市场中的弹性

1985 年和 1986 年间，我还是个 26 岁的，对股票一无所知的电子工程师。我那会儿被纽约的投资银行普惠公司(PaineWebber)聘去做半导体的市场分析。这个行业在 1985 年正好开始走下坡路，到 1986 年 4 月时，又经历了一次大萧条，英特尔、德州仪器、摩托罗拉、还有超威公司的股票全都在跌。定单在枯竭，内存和微处理器的价格一落千丈。

不知怎么，1985 年时，我断定是销售商在购买芯片，而不是 IBM，并且因此成了极少数建议卖出这些股票的人之一。就这样，我的幸运星升起在华尔街。随着这些股票的价格越来越低，我开始寻找它们的转机。我在电子杂志上读到了一篇关于可擦除可编程只读存储器(EPROM)的文章。这篇文章提出了一个观点，说每次 EPROM 的价格下跌时，一些新的装置就会使用它，或者增加对它使用——以前是1000 比特的，现在就是 16000 比特(请记住，那还是 1986 年)。

电子游戏、个人电脑、调制解调器，每个这种装置都会在可擦除可编程只读存储器 EPROM 的价格下跌后，设法使用更多的、或者密度更大的 EPROM。当市场转向时，即使价格仍然还很低，销售也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会上升，因为卖出去的可编程只读存储器(EPROW)更多了。我查了查字典，形容这种现象的那个词是“弹性”。

作为一名工程师，我曾经被迫学习过经济学最基础的课程，在经济或者金融方面并没有深入的了解。这真是件好事情。弹性这种东西是不能模式化的。经济学家不理解它，所以他们就不太谈论这个问题。他们只谈论那些毫无弹性的东西，比如烟草和酒类。对于这些东西，他们也许谈得太多了些。

总之，我继续钻研芯片和半导体的这种怪里怪气的弹性理论，并且适时回顾了其他一些产品的周转。果不其然，情况确实如此。据英特尔的创始人高登•摩尔(Gordon Moor)观察，芯片的密度每18个月就会翻一番(这个观察发表在《电子》这本杂志上。)摩尔的这条定律毫不容情。而弹性正是对这个行业是如何在一些基本原件的价格下跌时得以增长的经济学解释。这个行业的增长犹如变魔术，其股票最终也会上涨。而一个头脑敏锐的半导体市场分析师是应该领先于这个走势的。

因此，我带着这个观点站了出来。卖过了？很好，现在买回英特尔和摩托罗拉吧。因为弹性会发挥作用，微处理器的市场会有越来越快的大幅度增长。

我的投资经理和客户看我的样子分明在说，“你在胡说些什么啊”。还好，在朋友和家人那里我已经习惯了这种表情。

因此，我平静地向他们解释道，每次价格下跌，一些新程序就会利用机会降低成本。我告诉他们，如果看见激光打印机利用那些便宜的存储器使打印变得又快又廉价，我一点儿也不会吃惊。我的运气不错，桌面打印很快就出来了，我的贪心不足理论得到了证实。

从那时起，我就一直在围着这个弹性理论转。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1996 年，当半导体的弹性仍然还在发挥作用(而华尔街上还仍然没人真正理解它)时，通信的频带宽度正紧跟其后时，我和合作伙伴发起了一个规模很简单的基金公司，叫做“Velocity Capital”。随着公司和个人使用带宽的成本下降，利用这一点的新程序随之产生。调制解调器的速度从 14.4K 到 56K 到 256K 再到 1 兆。局部区域网从每秒 10mb 演变到 100mb 再到 1G。而光纤则带来了数千兆(multi-gigabit)的速度。网络及其千变万化的技术全都是新的英雄用武之地。

在实践中，我们每观察一家公司，我的合伙人就会对其管理层进行评估(我向来不相信任何人)，接着我们俩就会仔细考查这家公司的弹性。我们总是对它的产品和服务尽量做出一个以后 2～5 年的蓝图。如果我们看不出公司能如何达到目标，看不出它能如何从弹性中受益，那么我们就不是走着离开，而是要尽可能飞奔着离开它了。

说到迷雾，在 1996 年，大多数人在听到我们的宽频弹性理论后，反映是“多可爱啊”。而到了 1999 年，该理论已经以各种形式挂在每个投资者的嘴边了。

弹性还在发挥作用。宽带价格一落千丈，但是我打赌，终端的用户需求仍然是弹性的。存储器越来越多地被使用于照相机和电话，个人电脑的微处理器也越来越快，10G 比特以太网也在登场，等等。

仍然是可投资的？也许。

而且我相信你一定能够发现自己的弹性市场(把它们用电子邮件发给我，我会给前五名最好的想法每人发一件 Blue Oyster Cult 的 T 恤衫)。

医疗健康业是弹性的吗？并不是太明显。但是它的某些部分肯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定是。阿斯匹林这种药多年来一直是弹性的。许多处方药没有弹性，但是也许有些情况会起变化。

金融服务业显示出很好的弹性，不信你去和查尔斯·茨瓦布(Charles Schwab)谈谈。汽车业？电子部分的装配正在崛起。诸如此类，不胜枚举。目光深远些，找到其弹性，那么你就会处身在路标引领的迷雾中。

七、在外部边缘寻找智能

我知道，这本书的书名是“只有一件事”，而我却在准备说第二件。不过，这实际上只是弹性的一个副产品。它是随着你周围的那些廉价电脑、智能电话、还有便宜的前所未有的宽带出现的。

有时候你识别不出弹性，或许它已经被所有的人识别出了——可如果它自己蹦到了你面前，那就真太好了。

一位贤明的人曾经说道：

> 网络如此之大，仅靠单一的一个中心实体是无法指挥方方面面的。在那么远的距离控制局面，必然会忽略并且也无法执行所有对管理有益的细节。这种情形下，由于用户不可能监测，将会为腐败、掠夺、和浪费制造条件。

这段话是谁说的？比尔·盖茨？伯尼·埃博斯？迈克尔·鲍威尔？实际上，这是托马斯·杰弗逊在1800年当美国总统前写的一段话(好吧，我承认，我用“网络”代替了“国家”，用“实体”代替了“政府”，不过概念还是一样)。作为一名联邦制的拥护者，杰弗逊的信仰来自他的教育背景和对中央集权的恐惧，不过他实际上很有成为一名伟大的科技狂人的潜能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在硅谷，大多数人在生活和投资中都信奉这样一句话："智能在走向网络边缘。"这解释了个人电脑、iPod、智能电话、TiVo、GPS 地图、数字相机，以及科技王国中其他所有成本在不断下降的科技产品层出不穷的原因。在这个王国中，几乎没有一定之规，产品周期只有 9 个月，混杂着巨富和破碎的梦想。

如果你住在内华达山脉东部，很可能会感觉到规划中心正对创新痛下狠手。几乎所有在 1983 年前产生的电信网络都被陈旧的模拟技术垄断着——西南贝尔通信公司(SBC)、Comcast 公司、Cingular 公司、华纳时代有线公司、Verizon 电信公司。规则是由政府委员会制定的，而价格则是共谋设置的。创新技术寥寥无几。网络的核心日益硬化，大人物的利益第一，股东们第二，用户则排在遥远的终端。这些家伙喜欢被管制，因为它使科技和创新还有商业模式停滞在他们自己的轨道上了。

问问西南贝尔通信公司吧。一个成本只有几分钱的电话服务，它的收费是每月 20 美元。它那些单调乏味的电话有 12 个按键，交换设备非常昂贵，在网络控制中心还有数不清的线路。而与此同时，你可以下载一个叫做"Skype"的软件，免费用电脑通话。同样的服务，语音查询、语音显示。20 块钱和免费，你选哪个？

这都是因为傻瓜网络。一点儿都不夸张。互联网的妙处就在于它像傻瓜那样简单。信息的数据包毫不费力地到处飞来飞去。它们包含着来处和去处的地址。Cisco 和 Juniper 就是两家干这事的网络公司，它们生产路由器，把那些几百亿的数据包到处移动，就像快速移动的章鱼。数据包的内容是无关紧要的，某个网页、某个搜索结果、亚马逊书店的订单、通往太平洋某个小岛上的语音电话、盗版电影——这些都没问题。网络只管传送，其他一概不理。

这和你有什么相干呢？随着网络电话公司的合并，能够花得起

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大钱把光纤送入美国家家户户的大型公司又出现了。我们能享受到这些吗？能，不过不是从他们那儿。

Verizon 公司宣布收购 MCI 公司的那天，电视上采访了 Verizon 的总裁伊万•赛登伯格(Ivan Seidenberg)和 MCI 的总裁迈克尔•开普拉斯(Michael Cappellas)。对于为什么要进行这桩交易的原因，这俩人总是说不清楚，后来伊万说漏了嘴："我们得把网络安装起来，因为网络就是我们通往客户的血脉。所有的智能都能被纳入网络——所有令人感兴趣的特征和功能都能被纳入网络。"

这正是杰弗逊警告我们要小心的。忘了那些小玩意吧，Verizon 电信公司想提供所有它认为你在网络中用得着的东西。它的记录不怎么样。来电等待的功能花了贝尔公司研究中心好几年的时间才研制成功，三方通话的功能所花的时间还更长。来电显示已经研制了 10 年，还仍然没有完全成功。

而与此同时，一个能干的程序员连吃带玩地开一个夜车，就能给网络电话增加一项功能。想八方通话吗？没问题。要音碟质量的语音？小事一桩。有前三次谈话的内容记录吗？喏，给你。

当网络智能边缘化后，要想变化或者创新就是很简单的事情了。只要傻瓜都能连接网络，那么网络的价值就会增长。我知道这听上去有些古怪，不过事实如此。

手机公司基本没有增加什么基础服务，所以他们不断推出新的使用计划来迷惑你多掏些钱。可就在这时，我在电话上打开一个窗口，通过一个简单的网络和数据包就能得到地图和方向指示。谢谢你，托马斯•杰弗逊。

网络边缘智能最好的那个例子可能并不太明显，它就是 Google 搜索引擎。

数据中心里有着几十万台服务器和 2000 名有博士学位的程序

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

员，这听上去并不像边缘智能，可它确实是。法国的电脑网络 Minitel 在 20 年前为法国人提供那些气候、新闻、列车时刻表等一页页的信息时，可算是个重大突破。它的方式是中心管理，任何新的信息都必须由 Minitel 的员工输入，时间和资金都消耗很大。与之相比，Google 并不会直接告诉你你要搜索的内容，它在网络的边缘寻找这个信息，并用一种算法来计算自己搜索到的信息有多大可能就是你所要找的内容。那些网页所在的聪明的服务器和成千上万制作这些网页的电脑用户，就是网路边缘的智能。数不尽的网页可供搜索，这就是智能在边缘和在中心的不同。

我们的网络正变得越来越傻，而我们的边缘服务器正变得越来越聪明越好，这是好消息。高分辨率的数字相机、可编程电视、能够导航的手机——边缘上有着无穷无尽的可能。

八、成就与奖励

爬完华盛顿山后，保罗和我回到了车上。我们套着厚厚的华盛顿山纪念 T 恤，在新罕布什尔州的这个晴空万里的美妙夏日里热得够呛。我们在山脚下时不管不顾地只是爬，而且饿得要死，满心觉着“能吃下一匹马”。

我拿出了一张地图，找到了往东的那条路，违反了好几条交通法规，在两个小时后到了缅因州的地界。

我们在碰到的第一个饭馆前就停了下来。叫了三只每个都有一磅重的大龙虾——这是对自己这天的奖励，也是供以后回想的完美记忆。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　放弃亏损的交易

丹尼斯·加特曼

丹尼斯·加特曼(Dennis Gartman)是个地道的操盘手。无论在地球的哪个角落，他每天都在东区时间凌晨2点到3点间起床，6点钟写好每日评论，即著名的《加特曼简讯》("The Gartman Letter")。他分析汇率、期货、能源、以及金属市场，而且这么做已经快20年了。他的读者群非常广泛，有富豪和名人，也有世界各地交易所和基金里的那些跟着记者的小投资者。他的智慧和洞察力常常可以从电视上领略到，而在各种投资会议上他也一向是一位人气极高的演讲者。他所抛弃的交易规则远远超过了大多数人所知道的。他每天交易，而且他的交易都有记录，全世界都能看见。

加特曼是对我最有启发的人之一，也是一个很棒的宣传者。他住在维吉尼亚的萨福克地区 (Suffolk, Virginia)，是个高尔夫球高手。他有一个"恶习"(据我所知)，那就是在旅行的时候爱住奢华的酒店和大套房。他经常旅行，而这是他应得的。

——编者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、放弃亏损的交易

投资/交易这一领域中，在外人看来由智慧主宰，到处都是最大利润，其实也到处都是财富毁灭后的残骸。这些财富撞上了全球经济宁静的外表下那各种各样无数的暗礁。在那种时候，投资经理或者个人应有的智慧或者所受的教育是全都不管用的。出于同样原因而在这些暗礁中挣扎失败的金融大案，我们可以列出一长串。让我们向其中一些默哀吧：长期资本管理公司(Long Term Capital Management)；巴林银行(Barings Brothers)；住友商社(Sumitomo Copper)……还有那些每年在财务上消逝的数不尽的个人投资者。

交易这一行，我从 20 世纪 70 年代初就开始做了。我做过银行的交易员、芝加哥交易所的会员、私人投资者、以及《加特曼通讯》的作者。这份日报是我在 20 世纪 80 年代中期开始发行的，针对的主要是机构客户。我生存了下来，但常常是死里逃生。我在判断上犯过极其荒谬的错误，可也有过精彩的富有洞察力的操作。我已经懂得，一些本来应该对价格起作用的基本经济原理时常会失去功效，而另外一些看似无关的经济原理却可以左右利润。我发达过，也几乎一蹶不振过。我赚过，赔过，持平过。

随着年纪的增长，在 50 多岁时，我对这个游戏已经见识了太多。这个游戏中，蠢才也会有好运，高手也会走霉运。而庸才在排着队撞大运时，经过一段长时间也可能有一个不错的、稳定的收获。“身手矫健”的人则时而大赚特赚，时而大亏特亏。我把我们赖以生存的条件提炼了出来，编成了一系列的交易之“并不那么简单”规则。这些规则是我每天、每周、每月的行为准则。我照着它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们做时，就会春风得意；而没有照着做时，就会狼狈不堪。我深信，如果长期资本管理公司当初不是去听那些获了诺贝尔奖的经济学家，而是追随这些规则的话，它不但能生存下来，而且规模还能得到极大扩张，并且财源茂盛，成为一个榜样。我深信，如果尼克·赖森(Nick Leeson)和巴林银行遵照这些规则行事的话，目前也会安然无恙。对于滨中泰男先生(Hamanaka)和住友商社，或许也一样适用。

现在，让我们来谈谈这些规则吧。

二、亏损的时候永远不要加仓

第一条规则

亏损时，无论是何种情况，都千万、永远也不要加仓……永远都不要！

在一桩亏损的交易中试图拉低均价，这种行为毫无疑问会把你踢出投资这一行。长期资本管理公司就是这么出局的。巴林银行也是这么出局的，还有住友商社更是如此。这是大多数亏损的投资者出局的原因。当你做多亏损时，买进(做空亏损时卖出)以拉低均价只会促发一件事情，那就是你的资本净值必定下降。也许最终会转势，也许你关于拉低均价的决定后来被证明是正确的，但是对于每一个幸运的案例，我们也都能给出一次不幸的案例。

与此相反的是，如果你以越来越高的价格买进一只股票或者一只期货或者一种外汇，那么你的资本净值就只会上涨。价格最终都会跌。你以越来越高的价格买进的最后一笔，会被证明是一次亏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损，而这也正是你应该出局的一刻。总之，只要你买进的价格还在越来越高，那么市场就是在告诉你，你的分析是正确的，你应该继续以此交易。

第二条规则

亏损时，无论是何种情况，都千万、永远也不要加仓……永远都不要！

我们相信我们的要点已经很清楚了。如果投资房地产最重要的三条规则是“地理位置，地理位置，地理位置”的话，那么交易股票、期货、外汇、诸如此类的头两条规则就是：永远都不要在亏损时加仓。

三、往你赚钱的地方投资

第三条规则

学习像一个游击商人那样交易。

伟大的利勿摩(Jesse Livermore)曾经说过，我们的任务并不在于以多方立场交易，或者以空方立场交易，而在于以赢者的立场交易。这是最大的一种智慧。我们确实必须学会以赢者的立场奋斗或者说投资，必须在一方占了上风时愿意立刻转换立场。

有一次，凯恩斯爵士(译者注：John Maynard Keynes，英国著名经济学家，所著的《就业、利息和货币通论》标志着当代西方宏观经济学的产生。)出现在一个论坛大会上。他上一年也在这个会议作过演讲，并且曾经建议投资某一只股票，可现在他却建议卖空。听众里有一位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先生指责他一日三变。这位先生很纳闷，凯恩斯爵士怎么可能如此变来变去，并且认为这种行为表明凯恩斯是在吹牛。对此，凯恩斯成竹在胸，给予了精彩的回答："先生，这家公司的情况变了。而情况有变化时，我也变化。您呢，先生？"凯恩斯十分懂得像一个游击商人那样交易的道理，选择站在赢者的立场上投资。当情况变化时，我们必须也要变化。否则，就是不理性的。

四、不要坚守一桩亏损的交易

第四条规则

资本有两种：心理资本和物质资本。其中心理资本最重要。

坚守一桩亏损的交易会随着你账户余额的减少而消耗掉你的物质资本，而它对你的心理资本的消耗甚至更为严重。当你呵护这桩亏损的交易时，你其实是在避开那些有潜力赢利的交易。随着每一分钟、每一天、每一周的流逝，你会变得越来越恐惧。

五、顺强势而动

第五条规则

我们追随的目标不是低买高卖，而是以高价买进，以更高价卖出。做空时，则是以低价卖出，以更低价买进。

我们永远也不知道价格怎样才算"低"，怎样才算"高"。然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而，我们多少能知道点儿趋势如何，可以依照趋势而为。如果趋势向上，我们就能在高价买进后，还能以更高价卖出。反过来的话，如果趋势向下，我们就能以低价卖空，以更低价回补平仓。无论如何，我们并不知道多高才算高，也不知道多低才算低。

北方电讯(Nortel)在 20 世纪 80 年代的分股价格大约是每股 1 美元，在 2000 年初就是每股 90 美元了。而到了 2002 年，则又回到了每股 1 美元(那以后就一直在这个价格上徘徊)。在其上涨过程中，20 美元、30 美元、70 美元、以及 85 美元这些价位都会显得很昂贵；而在其下跌过程中，70 美元、30 美元、20 美元、甚至 10 美元和 5 美元这些价格或许都显得很便宜。这就说明，我们确实无法判断什么是高位、什么是低位，但是当大趋势渐渐成型后，它跑得会比我们中间最乐观或者最悲观的人能预见的还要远。

第六条规则

市场疲软时做空；市场坚挺时做多。

打个比方说，当大势看空时，我们得往湿得最透的那只纸袋子里扔石头，因为它破得最容易；而在牛市中时，我们就得顺着最强劲的那股风，因为它会把我们送到比其他人更高的地方。

那些做女性服装生意的人会比其他人更理解这条规则。因为当他们销售许多服装设计师的服装时，就得注意观察哪个设计师的衣服最好卖，哪个的不好卖。对于那些不好卖的，他们本能地会把价格标得很低，尽可能快地收回资金，然后以这笔资金买进更多那些成功的设计师的服装。不这样做才是违反常识的。他们本能地买进“最强劲的”设计师的服装，卖出“最疲软的”。相反，股票投资者们常常做不到这一点，他们观察着自己投资组合的变动，总是卖出最好的股票，然后把回收的这笔资金用于那些已经滞后的股票上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们本质上就是在卖出最好的服装，买进更多最差的。一个服装店老板永远不会这么干，可股票投资者们不但总是这么干，而且还认为这是聪明之举！

六、“合乎逻辑的”操作成本很高

第七条规则

在牛市里我们只能做多或者保持中性；在熊市里我们只能做空或者保持中性。

第六条规则所针对的是那种貌似“合乎逻辑的”操作：在一次大幅冲高后抛掉手中的股票，或者在一次大幅下跌后回补平掉你做空的仓位，然后就尝试反向操作，指望能在反弹中获利。其结果往往是市场仍然在继续朝着我们最早把握的那个方向发展。这时候不仅我们实实在在的资金在流失，而且我们还在飞快地失去自己的心理资本，这使我们注定了在此后的过程中必然会犯下更多的判断错误。

实际上，我们在牛市中既可以保持中立，也可以保守或者积极地做多——顺着延续的牛市往已经获利的部位上加仓，直到最后时分。反之亦然：在一个熊市中，我们也可以保持中立，或者保守地与积极地做空。只是永远不要、千万不能、也决不应该反向而行，哪怕只是一点点。

许多年前，我和一位老朋友布莱德里·柔特(Bradley Rotter)站在芝加哥交易所债券交易厅的最高那级台阶上，敬畏地俯瞰着下面拥挤的人群。我问他怎么想，他回答道，“我昏了……而且很紧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

张。”这，我想说明了一切。市场常常这样恐怖，会让你失去自己的位置。

第八条规则

“市场不合理的走势所持续的时间会远远超过你我所能支撑的时间。”

我知道，这话是凯恩斯爵士最先说的。不过我第一次听到它，是在许多年前。那天早晨，我正和加里·西林(A. Gary Shilling)谈话。他是我非常要好的朋友，同时也是我的导师。那会儿他正在为自己在美国债务市场上的一个仓位伤脑筋。趋势和他的想法相反，似乎也在和最基本的经济学原理背道而驰。很明显，西林对此极为沮丧，担心自己的仓位要亏损。他在电话上说，“加特曼，现在市场根本不合理，它所持续的时间会远远超过你我所能支撑的时间。”芝加哥大学的人几十年来一直争辩说市场是理性的，这和我们这些天天与市场打交道的人所知道的大有出入。我们必须学会接受它的不理性，并且与之周旋，继续往前走。除此之外，别无他选。(西林先生的部位后来很快被证明是明智的、有利可图的，但是他的心理资本已经大大被消耗了。)

第九条规则

交易是有周期的；有些周期好，有些周期差。我们对此无能为力，只能选择接受，然后相应行事。

学术派永远不会理解这一点。不过我们这些以交易谋生的人知道，有些时候我们每桩交易都能赢利，即使是错误的交易，这一点我们怎么做都改变不了。反过来说，也有一些时候无论我们怎么做，无论我们的判断多么明智多么周全，无论我们的分析多么成熟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

老练，我们的交易除了失败还是失败。因而，当一切顺利时，就应该频繁地、大规模地交易，努力把降临在自己身上的好运最大化。而当事情不顺时，就应该尽量减少交易，交易规模也不要大，并且持续稳定地减小，直到风向转变，当你的交易运气再次向你微笑。

七、像理论家那样思考；像技师那样交易

第十条规则

要想交易/投资成功，就要像理论家那样思考，像技师那样交易。

懂得那些促使市场走高或者走低的经济原理显然是必要的，但是我们必须也要同样懂得技术。只有这时我们才能够，或者说，才应该开始交易。如果我们所理解的市场基础看涨，但是趋势却看跌，那么买进就是不合理的；反之，如果我们所理解的基础看空，但是趋势却看多，那么卖空就是不合理的。呃，如果我们所理解的市场基础看好，同时趋势也看涨，那么不去以多头的立场交易就更加是不合理的。

第十一条规则

简化你的技术分析系统。

多年来，我们听过一些极为聪明的青年男女解释最复杂显然也最难懂的交易系统。这些系统是他们花了庞大的经费和时间研究完善出来的，但是历史显示，使用这些系统的人难得能赚到钱。复杂会导致混乱，而简单则能使你拥有快速决断的能力，能够使你在出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

错时承认错误。优雅产生于简单。

我们有幸知道的那些最伟大的交易者/投资者多年来一直在使用最简单的交易体系。他们描绘出简单的趋势，观察并且遵照简单的技术指标行事，他们反应敏捷，并且把这些归功于多年的知识积累。只有年轻的和没有实践经验的人才喜欢复杂。

八、理解市场的环境

第十二条规则

在交易/投资中，对大众心理的了解常常要比对经济的了解更为重要。

我们常常喜欢说，市场就是其参与者的智慧和愚蠢的总和，它与集体心理学中最基础的内容是完全一致的。网络公司的泡沫确实是泡沫，但它是从一小群人成长为一大群人乃至大多数人的，是大众的疯狂滋养了它，直至它破灭。我们中的经济学家们错过了那一整段牛市，只不过证明了市场确实会不合逻辑地发展，证明了经济学原理也许主导结果，但心理学主导着过程。

而最后，也是所有规则中最重要的一条是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

九、无处不在的规则

第十三条规则
多采取有效的行动，减少无效行为。

这条规则写起来容易，做起来难，不过它凝结了我们在市场中积累了 30 多年的观察和交易体会。亏损时减仓，赢利时加仓；这才是真正起主宰作用的那条规则。而且这条规则不仅适用于交易/投资，在生活中也同样适用。

如果有一天你要去参加一个高尔夫球比赛，但是在练习时发现自己那天的状态不佳，挥杆击球总是有点儿偏；在这种情况下，你与其试图纠正自己，还不如最好就放弃去参加比赛的想法。投资也情同此理。

如果在得到好处后写一些感谢信，能够使你在未来得到更多好处，那么你就应该再多写些。如果使周围的人愉快能使你更加愉快，那么就应该更加和气待人。

而如果你发现在交易/投资时，保留利润增长的交易，割掉亏损的交易——或者甚至增加利润在增长的交易，割掉亏损的交易，是所有做法中最有效的，那么这种做法你就应该多采纳。在我们的交易室里，当我们为自己的账户操作时，互相间会不断地问，“今天怎么样？这样如何？那样如何？”而我们会尽自己最大的能力去“好的多用，不好的少用。”怎么才算“多”，怎么才算“少”，并没有一定之规。我们只知道，前者要多，后者要少。如果我们买进的股票价格上涨了，那么我们就会看看这些股票中哪只涨的最好，然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后再更多地买进。如果我们卖空的股票价格也上涨了，那么我们就会把最拖后腿的那只股票割掉，非常简单。

我确信经济和商业领域内的学术派们，不但能够而且一定会在这些规则中找到漏洞，甚至是很大的漏洞，不过对此我毫不关心，因为它们在现实中很有效。它们已经通过了时间和压力的检验。我尽最大的努力遵循它们。

这就是我在 30 多年里关于投资的学习心得。我每天都尽量依照这些规则行事。有的时候我败得很惨，那是因为我常常犯规，直到我真的在资金和心理上遭受双重损失时，我就会重新拾起这些规则，努力一丝不苟地按其行事。而我不可避免地要蒙受的那一小部分损失，则是为自己的交易错误所付的代价。我接受惩罚，并且继续前进，只是之前一定会发誓：“永远也不再这样了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章 不要滥用历史业绩

马克·费恩 乔纳森·费恩

马克·费恩 (Mark Finn) 是 Vantage 理财集团的主席。他曾经担任维吉尼亚退休系统投资顾问委员会和阿拉斯加州投资顾问委员会的主席，在投资这一行成绩斐然。他既为大的社保基金和富豪们做顾问，也管理着一个庞大的共同基金。他还是威廉和玛丽大学商学研究生院 (College of William & Mary Graduate Business School) 的兼职教授。他的专长是发现默默无闻的、甚至刚刚入行的资金经理人，然后为他们提供资金。他有一支触觉很广的研究队伍。他的公司所帮助的经理人可能比其他任何一个公司都要多。他的儿子乔纳森是 Vantage 的投资总裁，他们一道向我们展示了过去的业绩之所以成为最被滥用的一组统计数字的原因。我预感到这篇文章会是最让你费心思的，但是它也许是最重要的！我所见到的人当中，因为使用过去的业绩而亏损或者犯下错误的人，比因为其他原因而亏损的人要多得多。这篇文章应该反复阅读。

马克是一个高尔夫球爱好者，乔纳森是一个很有实力的航海运动员。他们住在弗吉尼亚州的弗吉尼亚海滩城市。

——编者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、不要滥用历史业绩

“怕碰壁、怕麻烦，人们的这种心理早已根深蒂固。要改变旧观念，需要做许多令人棘手的工作。自负常常使人认为，承认自己曾有的信念是错误的就是在示弱。我们过于认同一种理念，简直把它当成了一个‘宠儿’。稍有异议出现，就起来为它辩护，根本拒绝使用自己的眼睛和耳朵。”

——约翰·杜威 (John Dewey)

许多人在选择一位资金经理人来为自己投资时，因为“怕碰壁、怕麻烦”，就选择历史业绩最好的那个人。“过去的业绩对未来的回报并不一定具有预测性”，这句众所周知的标语在每一个注册投资顾问的市场资料上随处可见。可尽管如此，我们还是照做不误。人们的行为和这句法定的提醒并不总是一致。据我们的观察，以往的业绩极大地主导了投资者的判断过程，那些数据也许是在投资这一行里最被误用的信息。

在透彻地了解一位经理人的业绩以及把他与同事或者行业标准做比较时，对其业绩进行测量可能会是有用的。然而，这是对他如何取得过去的成功(或者不成功)进行解释的过程，而不是预测。它和依赖历史业绩来预测未来完全不是同一件事。不幸的是，决策者在实践中做决定时，总是把历史回报看得过于重要。而令人悲哀的是，尽管结果很糟糕，他们还是在继续不断地重复这一错误。我们把这称之为“无理性希望的凯旋”。以往的业绩也许含有某些对预测有用的信息，但可以肯定的是，这些信息不可能是那种形式。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果生活真的如此简单，那就太好了！

生活不那么简单的原因有很多，对它们的挖掘并不在我们这一章的讨论范围。不过，在下面这几页中，我们将会把与数据（经理人的业绩）有关的问题勾画出来，并且提供一个简单的投资者实践范例，其过程也许能够帮助进一步澄清问题。

二、在做市场判断时，要识别出噪音

这个数据问题可以用一个技术概念来解释：信噪比（Signal to Noise Ratio）。这是接收系统接收时，所接收到的信号相对于所产生的噪音之间的比值。用于投资时，就是一个经理人的行为所产生的收益，和与他的判断无关的事件以及因素（噪音）所产生的收益之间的比值。实际情况是，在证券和基金的回报中有着数量惊人的变因，或者说，噪音。

是什么引起了变化？主要有三点：

(1) 系统风险：整个股票市场有变故。

(2) 残余的共性风险：下面的群体有变故，比方说行业。

(3) 残余的个体风险：某只股票有变故。

就每一点而言，都直接含有成百也许上千的因素，而每一个因素在每一个不同时段都会产生不同的影响。即使一个人对每一个因素都能考虑得极为周到，这个“极为周到”也仍然还有不确定性，或者说变数。事实上，一个投资者对未来的“认知”比他对未来的“无知”要少得多。这个简单的概念实在太重要了，它值得一提再提。相对于我们对未来的无知（这是必然的，也根本不可能知道），我们已知的实在太微小了。在当代金融领域内最为人所接受的理论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，有许多的设想都过于简单。它们把潜在的未来事件所可能导致的不确定性大打折扣。我们相信，金融理论的下一次革命将会是以更为精确地识别和捕捉不确定性为主。

关于未来的信息，只要被一个投资者知道后，就也可能会被其他投资者知道。这一点进一步强调了已知和未知之间的区别。从某种程度上来说，当其他投资者也都知道这些信息时，那么它就早已被该股的价格消化了。因此，如果所预料的事件如期发生时，它不会引起价格的变化。在资产回报中，之所以会出现不确定性，或者说变因，是因为投资者对信息和事件有错误的预期。

三、对付噪音问题

噪音问题存在已久。以前的投资者是如何对付这个问题的呢？首先，他们压根不理会。他们尽量把某一位资金经理和一些宽泛的标准来比较，比方说标准普尔 500。他们以为所有的投资都具备标准普尔 500 那样的多样化和风险。可就很多资金经理人而言，显然情况并不如此。

如果投资组合的风险有太多不同的层次，以致很难与测量一个市场的标准相比较时，他们可能会用另一个办法。这个办法就是试图把这位资金经理人与和他类似的那一领域的经理人相比较。其想法是，他们都有目标相似的潜在客户，这种相似性意味着他们的投资组合风险也类似。不幸的是，这个同领域的想法虽然乍一听很吸引人，实际上却漏洞百出。

“贝塔系数”(Beta)在 20 世纪 70 年代成为风险测量的焦点。它衡量的是一项投资相对于总体市场波动的敏感度。当你混合投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，多样化可以互相抵消风险。比方说，一个投资组合里有 50 只不同行业的股票，那么这个投资组合的一部分风险就可以分散到具体的某只股票风险上，而这部分可分散风险就从大致的 50%减少到了 4%左右。这样，市场系统风险就成为了这个投资组合风险的主要成分。而这个系统风险，也就是市场风险，就是贝塔系数要衡量的对象。

然而，贝塔系数的一个主要问题(问题不止一个)在于，它的前提是所有的投资组合都是多样化的，所有投资组合里的任何一个共性因素从长远来看都不会发生作用。证据显示，这个假设很不符合实际。其实，即使一些共性因素或轻或重很小偏离一下，都会对业绩有很大影响。事实证明，这些共性因素常常就是一位经理人的投资风格，比方说成长性和内在价值，资金雄厚的公司和小公司，高科技和周期性，等等。

正因为如此，人们越来越强调要定义出可能的最精确的标准来衡量一个资金经理人。反映经理人投资习惯或者风格的标准定得越精确，对他的技巧的衡量就越准确。在同类之间进行比较，那么噪音就会大幅度减少。这一点可以用下面的例子说明。

表 3.1 是假设的一份月投资回报统计。前三栏分别是经理人 A 标准普尔 500 指数、以及罗素小型股指数(Russell Small Cap Index)在一个普通的年份里的月投资组合收益；后两栏是经理人 A 相对于这两个指数的主动收益(active return)。

请注意，A 相对于标准普尔 500 指数和罗素小型股指数的主动收益是一样的：3.9%。然而，A 的投资组合轨迹和罗素小型股指数更为接近。这可以从标准差(standard deviation)上看出：A 相对罗素小型股指数的主动收益标准差是 5%，而相对标准普尔 500 指数的是 10%。这个结果并不奇怪，因为经理人 A 管理的是一个小型投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3.1 月投资回报样本

	经理人 A	标准普尔 500	罗素小型股指数	经理人 A 相对于标准普尔500	经理人 A 相对于罗素小型股指数
1 月	2.1	2.5	-0.1	-4.6	-2.0
2月	3.3	0.7	3.1	2.6	0.2
3月	2.5	0.7	2.1	1.8	0.4
4月	4.2	1.1	5.4	3.1	-1.2
5月	4.1	1.9	3.9	2.2	0.1
6月	-2.0	0.3	-4.1	-2.3	2.1
7月	-6.7	-3.2	-8.7	-3.4	2.1
8月	4.5	1.5	5.8	2.9	-1.4
9 月	3.5	4.1	3.9	-0.6	-0.4
10 月	1.1	2.0	-1.5	-0.9	2.7
11 月	4.0	5.5	4.1	-1.5	-0.1
12 月	3.0	-1.4	2.6	4.4	0.4
年收益率	20.4	16.5	16.5 年主动收益	3.9	3.9
			标准差	10.0	5.0
			达到统计显著性为 5%的年数	26.1	6.6

资。让人奇怪的是，因为标准差的不同，当 A 与罗素小型股指数相比较时，达到统计显著性(statistical significance)只需 6.6 年，而与标准普尔 500 指数相比较时，要用 26.1 年才能达到。在展示一个经理人的技巧是否高明时，错误的衡量标准会使结果有很大的不同。

信息比率(Information ratio)是一个更为复杂的绩效指标，它同时考虑了收益和风险。信息比率代表了每单位风险的收益水平。比率越高，水平就越高。信息比率有一个使用更加广泛的变体，那就是夏普比率(Sharp ratio)。夏普比率衡量的是每单位风险的超额收益。在比较两个或者两个以上使用不同的策略、承担不同水平的风险、获取了不同收益的投资经理时，这个比率可以非常有用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在能做的都做完之后，我们的结论是，要想判断一个投资经理风险调整后的收益究竟是他的技巧所得还是仅凭运气(也就是噪音)，这需要极长的一段时间。从统计的观点来看，只用过去几年的收益说明不了任何问题。

四、业绩研究

对于过去的业绩是否是可预测的，研究后的答案是什么呢？压倒性的结论显示，它是不可预测的。

首先，我们想简单介绍一下这些研究，为你提供一些视角。早期的大多数研究都以共同基金的业绩为依据，因为数据比较容易获取。后来，养老基金和私募基金的数据也被纳入使用。这些研究集中在一个主要课题上：投资经理人这个群体总的来说是否战胜了市场？任何一群投资经理人中，都会有一定比例的人战胜市场，一定比例的人被市场打败。关键的问题是，平均来看，他们是否战胜了市场？答案是：没有。也就是说，相对于参与市场的所有投资者而言，专业投资者这个群体并没有拿出更为出色的业绩。下一个问题是：战胜了市场的经理人数是否超过了你一直预期的人数？大部分答案是：不。当然，这并不意味着在这群经理人中连一个高手也没有。我们的结论是，你无法用以前的业绩把他或者她识别出来。

还有，大多数早期的业绩研究都有一个关键的漏洞：幸存者偏差(Survivor bias)。这个偏差是因为研究对象集中在那些有全套数据的经理人身上引起的。那些失了业的和频频被收购了的经理人是在样本之外的。而由于这群经理人的业绩多半是最差的，所以研究结果是偏向乐观的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把每个经理人与相对他们个人适用的标准(例如，小型基金的经理人和罗素小型股指数相比较)进行比较衡量，比把他与整个市场进行比较衡量要更困难；所以许多研究就只拿经理人们与标准普尔500指数或者整个纽约股市相比较。

有一个研究在用合适的标准衡量经理人方面做得不错，那就是罗纳德·堪恩(Ronald Kahn)和安德鲁·拉德(Andrew Rudd)做的一个研究。在方式上有所调整后，研究者们发现，对所研究的证券经理人来说，过去的业绩和未来的业绩之间并没有关连。

五、已有的业绩不能做投资工具的原因

在解释一个经理人在某段特定的时间内的操作方式时，以前的业绩是有用的，这叫做业绩归属(performance attribution)。它能够告诉你这个投资组合的哪部分收益归功于不同的行业，哪部分收益归功于贝塔系数或者系统风险的多少，哪部分收益是因为不同的共性因素比如说规模。还有，哪部分收益归功于选股。总之，弄清楚业绩是怎么来的，这与预测未来的业绩会从哪儿来、能有多少，是不一样的事。

我们已经讨论过，噪音是把以前的业绩数据做为一项投资判断时的重要工具不可行的一个关键因素。但是，如果不提一下这些数据不具预测性的其他几个原因，那么我们就会显得太粗心大意了。

首先就是某个投资组合的业绩与某个特定的基金经理人的业绩之间相比较的问题。以前创造业绩记录的投资经理人在流动，人员的变动使这项记录的可用性减至最小。

在分析对已有业绩的研究报告中，另外有一个更微妙但是却非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常实际的问题，那就是每个经理人所占的比重。大多数研究采取了平均主义。这也许能告诉你一个普通的经理人的业绩，但是却无法告诉你任何一个典型客户的业绩。最大的共同基金所管理的资产也许是一个普通资金经理人所管理的数百倍，而他们的业绩因此影响到的投资者也会是一大批。我们在对客户的感受做结论时一定得小心，因为在所有的投资经理人中，客户的资产并不是平均分配的。

还有一个时间段的问题。以前有一个假设，就是每一个五年期间内，都会既有一个牛市也有一个熊市。不过，这是一个很天真的假设。即使以前的一次记录同时包括了一段市场的上升期和下跌期，也可能仍然不足为凭。导致市场每一次涨跌的因素毕竟并不相同。一个经理人在某一种经济形势下也许做出了很好的判断，但仅凭这一点并不能说明他就能在另一种不同的经济形势下也可以取得这样的业绩。经理人们在高科技泡沫爆发前后的业绩分歧就是一个值得注意的例子。

对我们中那些倾向于持怀疑态度的人来说，以前的业绩还有另外两个问题。对那些试图扩大的小型投资经理人来说，越在基金的早期，他们下的赌注常常就越大。随着越来越多资金的加入和收益的增长，经理人逐渐变得对如何保住已有的资产更为感兴趣，也因此越来越倾向保守。

即使他们并不是有意如此，实际情况也是，一个能够有效管理5亿美元的基金的经理，有时候并不能够管理好一个50亿美元的基金。

最后，这一行的竞争非常激烈。如果一个经理人发现了一种有效的手法(比方说利用出奇不意的收益或者内部交易)，那么其他经理人就会想效仿同样的手法。而这样做的人多了，这种手法就不再有优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利用过去的业绩进行评估本来也许会是一件很有趣的事情，可惜的是它导致过一些悲剧性的结果。现在让我们来看几个例子吧。

愿意雇佣一个业绩低于平均水平的投资经理的人，是极少的。确实，在筛选经理人时，业绩常常是一个首要的和最重要的标准。我们见到有的出资人在选择时，只看那些在过去五年中业绩名列前茅的经理人。但是，如果一个共性因素在过去的五年中具有特别重要的意义，那么这群名列前茅的经理人中，就会有一定比例的人仅仅因为比一般人更能利用这一点，而跻身于这群人当中。这样的人，如果他是因为预见到了这一点的好处而有意充分利用的，那么他确实应该为此加分；然而实际情况通常并不如此。更常见的情况是，这是他或者她感觉舒服的风格或者习惯。请记住，经理人业绩的差别，90%可以归之于他们的不同风格。如果你是一名注重价值的投资经理，那么当价值股票走势良好时，比起其他不以价值为选

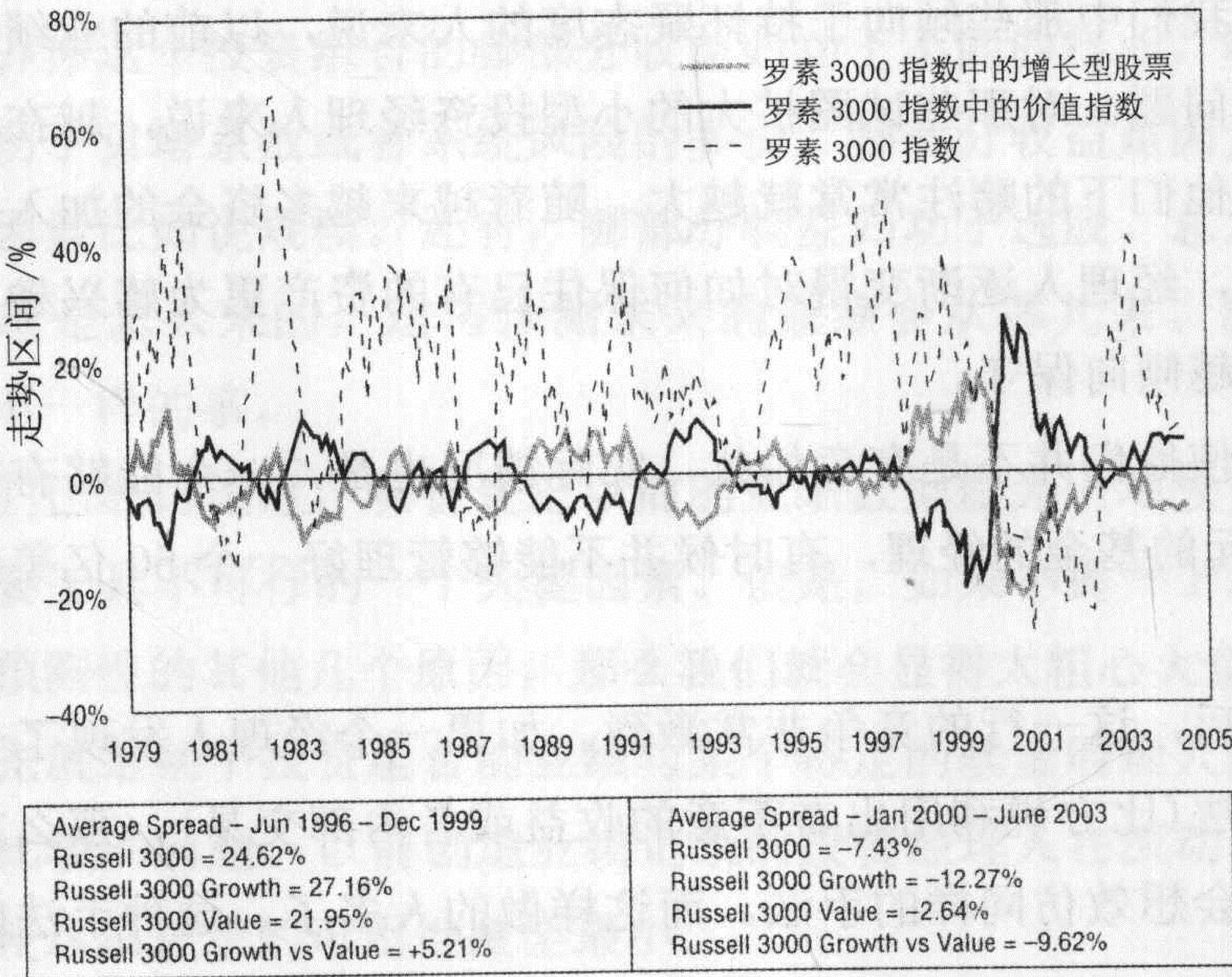


图 3.1 显示了价值股票和增长股票相比较的走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股标准的经理人来说，你的风格就会使你在业绩上有很大的优势。

图 3.1 中的那条黑线代表减去了整个股票市场表现的价值型股票的表现。当这条线高于零时，价值型股票的表现就超过了整体股市，反之亦然。增长型股票减去整体股票的表现后的走势，用灰色线显示。正如你可以看到的，在相当多的时间段内，相对整体市场来说，增长型股票表现得很不错，而价值型股票则往往不然。在那些时间段中，当增长型股票表现良好时，任何习惯性持有增长型股票的经理，都比那些习惯持有价值型股票的经理有巨大的业绩优势。就像这个图形所展示的那样，走势的差别可以非常大，而且可以剧烈地反转过来。另外，新的研究表明，所谓的“价值效应”(value effect)引起的业绩差别，事实上或许也可以很好地解释小型资金和大型资金相比较得出的“规模效应”(size effect)。这个研究迫使人们更为细致地去验证经理人的风格所起的作用。实际情况是，在 1999 年后期，那些因为过去五年超级优秀的业绩记录而挑选了增长型投资的经理人的投资者中，大多数人都有惨痛的教训。这教训提醒他们，过去的业绩不具有预测性。

由于把过去的业绩作为选择时的一项标准，投资者们常常会很不明智地在自己的投资组合中掺进了偏见。有一家机构新雇了一堆经理人。因为雇佣时的选择标准是过去的业绩(只选那些业绩名列前茅的经理人)，这些人在他们的组合投资中具有很明显的倾向。这些决策者们认为自己在选人上已经相当谨慎了，因为他们确保自己在候选人中挑选时，比较了增长型和价值型，小型基金和大型基金的经理，并且选择了业绩最好的。然而，在他们做投资决定的前三年，交易动量很大的股票表现得特别好，而这种情形并不寻常。因为在之前的 30 年内，这个特点一直是业绩低于平均水平的原因。而由于新雇佣的这些经理人都有同样的风格，我们会说这家机构下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意识地对换手率高的股票情有独钟呢。真的，你可以推断出这些风格相同的经理人之所以都名列前茅，恰恰是因为他们都喜欢这样的股票。

真相就是，依赖过去的业绩常常会把你不知道也并不想要的倾向性带进一个投资组合。

六、投资者为什么信赖过去的业绩？

许多研究表明，即使长期保有最佳记录的经理人通常也有 40% 的时间无法战胜市场，而他们出现 3～5 年的低于平均业绩水平的现象也并不少见。为什么投资者以为过去的业绩具有预测性呢？一个很大因素是，我们对不确定性的程度，以及不确定性几乎在所有与投资相关的事情中都占据中心位置这一点缺乏认识。我们中大多数人都把注意力集中在努力理解或者解释某一特定事件发生的原因，而很少花工夫去在事情之前收集那些可能发生的问题。总的来说，人们在面对不确定性时感到很不自在。说到底，不确定性与我们对自己生活的控制程度直接相关。它同时也和我们知道多少紧密联系。我们对于不同的情况、不同的缘由、不同的关系、等等，知道得越少，不确定性就越大。事实上，预测建立在一个人对世界上事物之间因果关系的理解上。意识到我们对起因和结果的认知是多么的有限，实在会是件令人非常沮丧的事情。

不确定性和对它自然而有的不适感，再加上“后见之明偏差”(hindsight bias)，那你自欺欺人的原料就全了。所谓后见之明偏差，本质上就是理解的次序颠倒，是我们在对已发生的事情有所了解后产生的。当我们回忆过去时，就会发现要想回忆起那时我们面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对的所有的不确定性几乎是不可能的。根据实际发生的事情来看，我们的记忆其实对它进行了重建。这使它比实际上显得更加不可避免。因此，如果我们知道一位经理人拥有某项业绩记录，而当时所有的因素中，那些把这位经理人的操作和这项业绩记录连接起来的因素，也就是支持这项记录的因素，会被我们选择去记住。这导致了过去的业绩数据具有预测性的印象，而它们的预测性实际上并没那么大。

还有另外两个因素也许会起作用。首先，我们(特指西方国家)是在一个框架中接受教育的。对这个框架最好的描述，可以参照牛顿的理论。这个世界又因果关系组成。我们相信事物是普通联系的，当看到一个结果时，我们会很自然地想为它找到一个原因。其次，人类大脑在接收处理信息方面的局限可能使我们倾向于过分看重历史业绩。为了使生活变得简单，我们的大脑进化出了一些捷径。有老话为例，“如果它看上去像只鸭子，嘎嘎叫得像一只鸭子，那它一定就是一只鸭子。”问题是，一个糟糕的经理人仅仅凭运气就可能取得很不错的业绩——看上去听上去都不错。

最后，行为金融学的许多研究表明，在作出一个决定时，其准确性并不会随着所使用的信息量而得到直接提高。但是，人类的行为方式却常常表明，认为考虑的信息越多，判断就会越准确的想法深植我们内心。这个关系的答案在于研究对象在实验中所表露出来的自信心。研究表明，人们对于一个问题所掌握的信息多少和他们对于自己的决定有多少自信几乎是一对一的关系。在实验中，每发布一个新的信息时，就会要求参与者作一次决定。然而，他们决定的准确性并没有随着新的信息而提高。提高的，是他们对自己判断的自信心。这一点为什么很重要呢？因为当我们为了投资决策寻找数据时，我们常常依赖那些自己能够最方便最容易找到的数据——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过去的业绩。尽管这些过去的业绩数据或许能够帮助我们相信自己的判断，可它并不能够使我们的判断正确。在这种情况下，我们可以说自己最有可能选中一位运气一直很好，但是并没有真正能力的投资经理。因为我们实际上是在哄自己，而不是在搜寻真才实学的线索。

总之，随意性大量充斥着真实的世界，人们在对付它们时困难重重。他们愿意把世界想成是比实际情况更可预测的。许多研究都验证了这种倾向。（例如，参见 W.A. 瓦格纳在心理学方面的经典研究。）

七、应该如何使用业绩数据

概率理论有一个分支，它为在预测时如何把不同的信息资源整合起来提供了一些很有用的观点。这就是贝叶斯统计（Bayesian statistics）。在评估一位投资经理人的能力和其创造出优秀的未来业绩的可能性时，有三种信息来源。

第一，是对当下经理人这个群体的能力范围的事先认知。经理人中，三分之二的额外收益大约是怎样的？一个人越相信有效市场，对平均额外收益的估计就越倾向于负面，原因在于那些费用和交易成本。同样，一个相信有效市场的人不会认为围绕着负的平均额外收益能有多少真正的额外收益。作为一个参照，在专业投资经理人间进行的一些非正式调查显示，他们认为，一个一般的经理人所创造的额外收益为零，而三分之二的经理人所创造的额外收益应该是在正负两个百分点之间。

第二，是在深刻理解一位经理人以及他所奉行的操作程序和投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资哲学的基础上，对他创造额外收益的能力所具有的信心。换句话说，这种信息来源其实关于这位经理人的任何与其历史业绩无关的信息。在接触到了所有这些与过去业绩无关的信息后，你认为自己把一位资质平庸的经理人错当成一名优秀经理人的机会还会有多大呢？同样，对专业投资者的调查显示，他们评估的标准偏差大约是1.5%。也就是说，专业投资者们对自己不受过去业绩数据的影响，客观分析资金经理人的能力相当有信心。

最后一个信息来源是一位经理人的历史业绩记录。为了说明问题，让我们假设有这么一位资金经理人，相对于3%的基准点，他(她)在五年内创造出的额外收益为正值，标准差6%。

我们该如何综合考虑这些数据呢？根据投资者调查所提供的信息，过去的业绩究竟该占多大比重呢？对此贝叶斯统计能够计算出答案。答案是，对资金经理人这个群体能力范畴的事先认知应该占35%的比重；关于某一特定经理人除过去业绩之外的信息应该占61%的比重；而过去的业绩只应该占4%的比重。

你可以代之以自己的想法。但是，人们在企图预测一位经理人的未来业绩时，常常将其过去的业绩看得非常重要；这一点能否在任何合理的想法中找到根据，对此我们表示怀疑。我们猜想，那些最合理的想法都会在预测未来业绩时，把资金经理个人与过去业绩无关的那些外部信息当作最重要的信息来源。

总之，评估信息来源究其本身就是一个非常复杂和微妙的问题了。能说只是，对经理人的分析是一个非常耗时耗力的程序。

过去的业绩可能只在少数几种情况下对未来业绩有预测作用。这几种情况应该达到以下几个标准：

(1) 评估标准很好地覆盖了经理人的风格或者习惯的所有方面。

(2) 业绩记录包含了多种不同市场情况的判断结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(3) 经理人的投资组合要么是合理多样化的，要么他在事先就对之所以采取那些后来获得优秀业绩的决策有详细说明。

(4) 经理人在其中操作的体制没有根本上的变化，并且他所创造的额外收益相对其投资组合的多样化程度来说是很高的。

总之，满足所有这些标准的情况很少，而且本身就涉及到很多的不确定性(比如体制的改变)。实际上这样的情况太少了，所以许多时候过去的业绩在预测未来业绩时完全无效。不相信这一点的人会给自己的财务健康带来很大的危险。而不幸的是，大多数人，甚至包括那些应该明白的人，在做决断时都是如此——所以，我们说过去的业绩是投资领域内最被误用的信息。

最后，我们建议以下几点：

(1) 用评估信息的比率仔细审核各种风险。

(2) 在作决策时要尽量把经理人各个环节的信息都考虑进去。

(3) 坚决寻找相互不受牵制的策略，同时把可量化的风险系数作为历史业绩之外的因素。

(4) 利用贝叶斯定理 (Bayesian)。

(5) 在作决策时，冷静自己的热情，让常识和经验来主导。

当要建立起投资组合时，对不同经理人的资产配置要和他们的波动性相反。这叫做节制波动(volatility throttling)。换句话说，就是接受他们的波动性，然后在资产配置时反其道而行。这意味着波动性越低的经理人得到的基金会越多，因为就他们那种投资管理风格而言，噪音可能会比较少。这从根本上会减少整个投资组合中的噪音。

不过请记住，过去的业绩是希望所在。我们希望取得好成绩的经理人会继续带来优秀的业绩。只是如一位智者曾经说的那样，“希望是个好伙伴，但却是一个糟糕的向导。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章 发现与众不同的投资主题

加里·西林

我们中大多数人第一次知道加里·西林(A. Gary Shilling)是在《福布斯》这本杂志。他在这家杂志做专栏已经超过20年了。他的远见卓识使他在职业生涯的早期就声名大振。1969年春天，他是少数几个正确预见到萧条即将在后半年来临的人之一。1973年，几乎只有他一个人看出了全球正陷入巨大的存货堆积热潮中，随之而来的将是继1930年后世界范围内最大的一次萧条。20世纪70年代后期，当大多数人认为疯狂的通货膨胀会永远持续下去时，西林率先预言美国正在改变的政治氛围会使严重的通货膨胀情形得到缓解，同时也会导致潜在的非常严峻的金融和经济再调整问题，会使投资策略从偏爱有形资产转移到强调股票和债券上去。自此，他获得了“反通货膨胀博士”的称号并以预测而闻名。华尔街日报曾经报道说，在预测债券利率的经济学家中，西林的预测记录是最好的。

而且他一直保持着这个记录。在几乎无人认同的情况下，他在1998年写了一本权威性著作《通货紧缩》(“Deflation”)，书中精确预言了通货膨胀率将持续下降，最终将达到他认为合理的1%~2%。

这一章讨论的是评估投资主题的正确方法。你应该寻找那些大规模的与众不同的投资对象，以此作为增长资产的途径。西林会告诉你如何发现这样的投资对象。

——编者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、发现与众不同的投资主题

找到一个重要的、与众不同的、长期的投资主题，然后贯穿始终；这是我在经济咨询和投资理财领域内浸润 38 年学到的最重要的一件事情。

二、投资就必须赚钱

一个有效的投资主题必须有赚大钱的潜力。这似乎理所当然，根本用不着说。不过，许多经济学家并不这么认为。许多年前，当那年最后一个季度的 GDP 数据公布后，一个重要的共同基金和投资顾问公司的总经济师来我们办公室拜访我。他很沮丧，因为他的预测少 0.2%。他花了半个小时钻研 GDP 的各个成分，反复对我说他无法理解自己为什么没赚到钱。这些数据对股票、债券、或者其他投资对象可能产生的影响，整个过程中他一句也没提。我为了让他回到现实中来，就问他 GDP 是在哪个市场上交易的，可他的回答仅仅是一个困惑的表情。

预测的精确度反映了预测者在预测时的侧重点。从这个角度来说，这位总经济师并不是独一无二的。华尔街日报对经济师们有半年一次的投票调查，研究发现，他们对通货膨胀率在 6 个月后的预测好过那种认为通货膨胀率不会改变的想法。这还不错，可是，当他们把这些对通货膨胀的预测应用到预测利率时，简直是场灾难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果与他们对 30 年期国库券收益变化的预测反向操作，你会有两位数的回报。

三、既要与众不同，也要是长期的

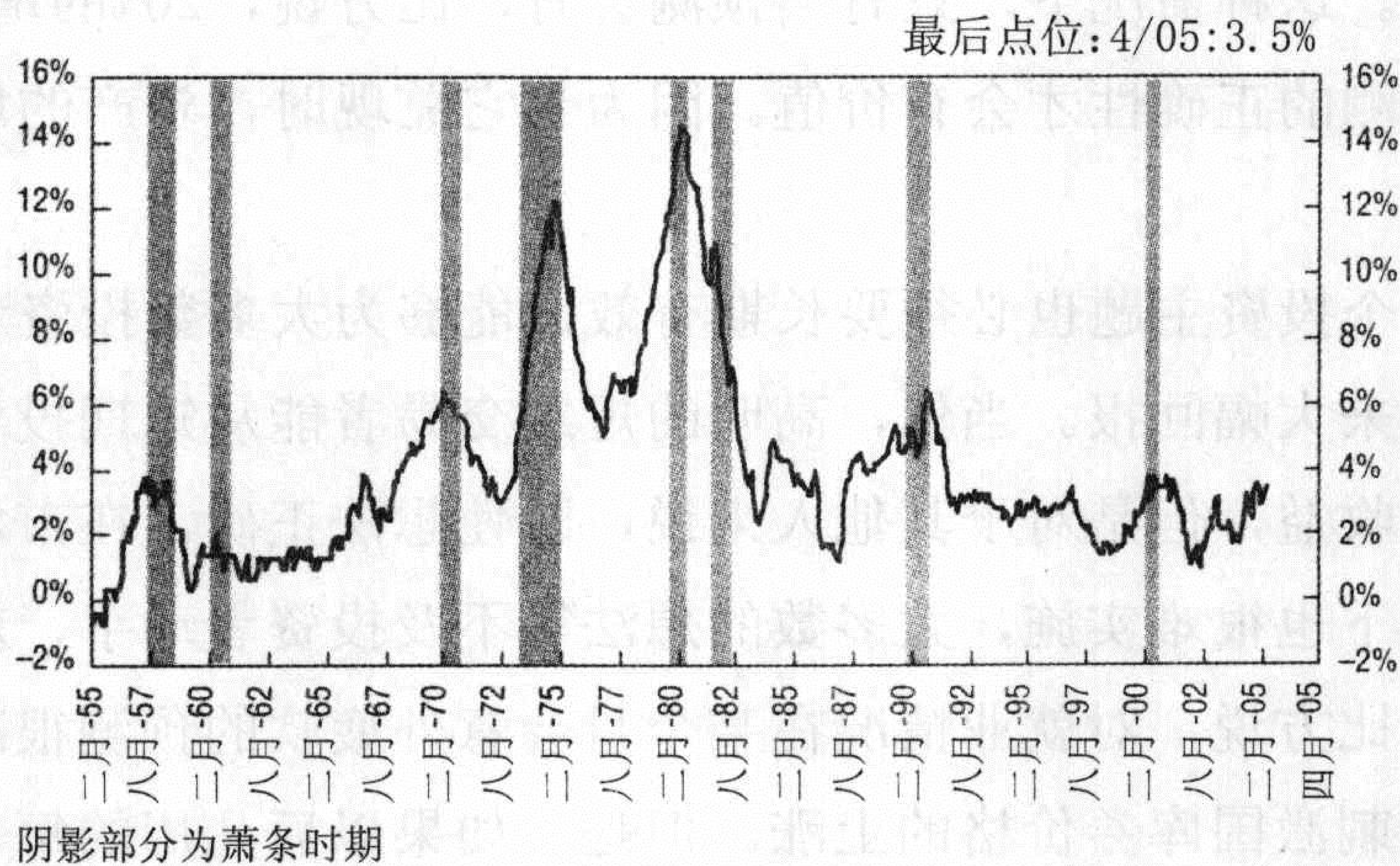
一个有效的投资主题还必须是与众不同的。在现在这个信息瞬息广泛传播的时代，众所周知的观点已经被证券市场完全消化了，或者说打折了。如果绝大多数学者都预测公司收益整体在某个季度会增长 10%，那么即使这个预测到时候兑现了，股票也不会有多大的涨幅。这种情况下，只有当预测会有，比方说，20%的增长率时，这个预测的正确性才会有价值。因为当它兑现时，资产的增幅会相当大。

一个投资主题也必须要长期有效，能够为大多数投资者在许多年里带来大幅回报。当然，高明的短线交易者能从短期投资上获得很好的收益，但是对于其他人来说，即使想法正确，在市场随意性的波动下也很难实施，大多数的想法等不及投资者动手，就已经过时了。比方说，对就业情况在某个月会意外疲软的预测很准确，这可能会刺激国库券价格的上涨。但是，如果以后几周的每周失业补助认领远远低于大众所预测的话，那么这个赢利也会很快就被抹掉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、70 年代后期

我在 70 年代后期找到了一个重要的、与众不同的、长期的投资主题，并且从此受益匪浅。那时，通货膨胀率急升，大多数观察者都认为这种情况会永远持续下去(图 4.1)。像往常一样，有了事实后理论便随之而来。为了对长期的通货膨胀现象进行解释，出现了数种理论。更有甚者，原油价格的上涨以及其他的期货、工资等等几乎所有的事情，都使许多人对这些构想非常信服。



资料来源:Bureau of Labor Statistics

图 4.1 消费价格指数

其中一个特别强有力的理论是，因为民主和普选权，大量的低收入选民会要求政府建立越来越多的公益项目。而资助这些项目的钱既来自那些极其富裕的人，也来自因通货膨胀而印刷出来的钞票。因此，唯一的解决办法是金本位制(gold standard)，以黄金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为货币供应的基础。根据这个理论，这样就会限制信贷，缩减通货膨胀。许多商界的领军人物和学者都坚定地表明了这个观点。

与此相反，我们却深信通货膨胀的根源仅仅在于过度消费，它使需求从整体上超过了总供给。还有，有资格为长期大规模的过度消费提供资助并且使其得以持续的唯一一家经济实体，就是国家政府。这些情况通常发生在战火纷飞的年代，但是那会儿是冷战时期，贫困放大了过度消费，其意义其实一样。

五、货币还是财政政策

当然了，许多人会说，通货膨胀在哪儿都一直是货币问题。过度的信贷导致了引发通货膨胀的过度需求。直截了当地看，这也许是对的。但是，这并不意味着货币政策就是罪魁祸首，不然的话，人们就得说，战争期间对物价和工资的控制一旦解除后，1941 年到 1945 年间的联邦政府就被这样一些人占领了：他们愚蠢地迅速加大货币供应，保证通货膨胀的蔓延。

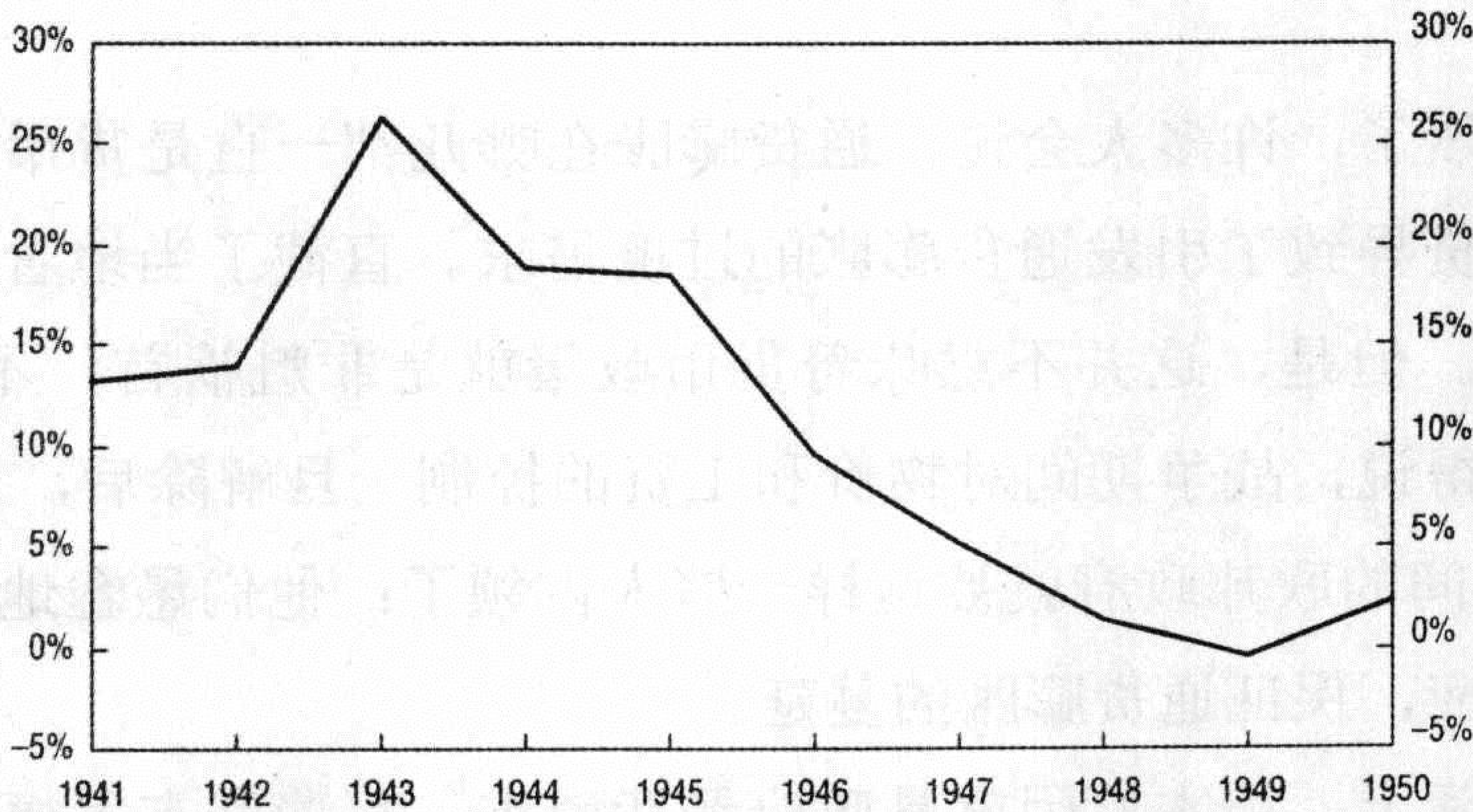
实际上，根本原因就是政府经费透支。军费开支大幅增长，因而政府整体经费支出也在增长，可为了鼓励对战争的援助，联邦政府对此并没有增加足够的税率以抵消这一增长(图 4.2)。所以，这道巨大的裂缝就由买进战争债券这一爱国举动以及增长货币供应来填补(图 4.3)。显而易见，罪魁祸首是政府开支，货币政策只不过是它的仆人罢了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:Bureau of Economic Analysis

图 4.2 联邦开支占 GDP 的百分比



资料来源:Historical Statistics of the United States

图 4.3 1940~1950 年间的货币供应量

六、对政府的不信任

总之，在 70 年代末，这一切对我来说很清楚了，越战带来的挫折感和“伟大社会”计划的失败，还有水门事件，都已经使选民

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开始反对政府。这与早期对政府的那种几乎是彻底的信任完全反了过来。那个时候是自由党从 1933 年开始长期执政以来的最辉煌时刻。60 年代时，许多官方的经济学家们说自己对于实施货币和财政政策太拿手了，无论是经济的小衰退还是大萧条，他们都有本事阻止；许多人对此深信不疑。令人信服的还有一个政府观点，那就是政府开支只要再略微增加一点，就能解决国家所有的社会问题。而且约翰逊总统还说服人们去相信，美国一边承受着巨大的国内消费，一边还能在亚洲打一场陆地战争，也就是“大炮和黄油”政策。

七、我的大胆预测

因此，在 70 年代后期，冷战还远未展开之际，我就推断选民压力会使联邦政府开支缩减，我们很快就会进入一个长期的反通货膨胀时代，通胀率会一再走低，但仍会保持正值。联邦政府的举动进一步加强了这个预测，它在 1979 年终于大幅地提高了利率（图 4.4）。

因为通货膨胀率和国库券收益紧密相连，所以通胀率长期下降的合理结果应该是同样长期利率的下降（图 4.5）。因此，在 1981 年，当国库券收益达到其 14.7%的顶峰时，我指出了我们正在进入一个“终生难遇的债券回升阶段”，这最终会把那些收益减少到 4%至 5%。这个，就是我的长期大投资主题。

然而，那个时候几乎没人认真思考这个预测。事实上根本没几个人相信通货膨胀率会下降，80 年代初，通货膨胀率和国债收益在高峰后下降，但起初却被人认为是暂时的。其结果是，我在 1982

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

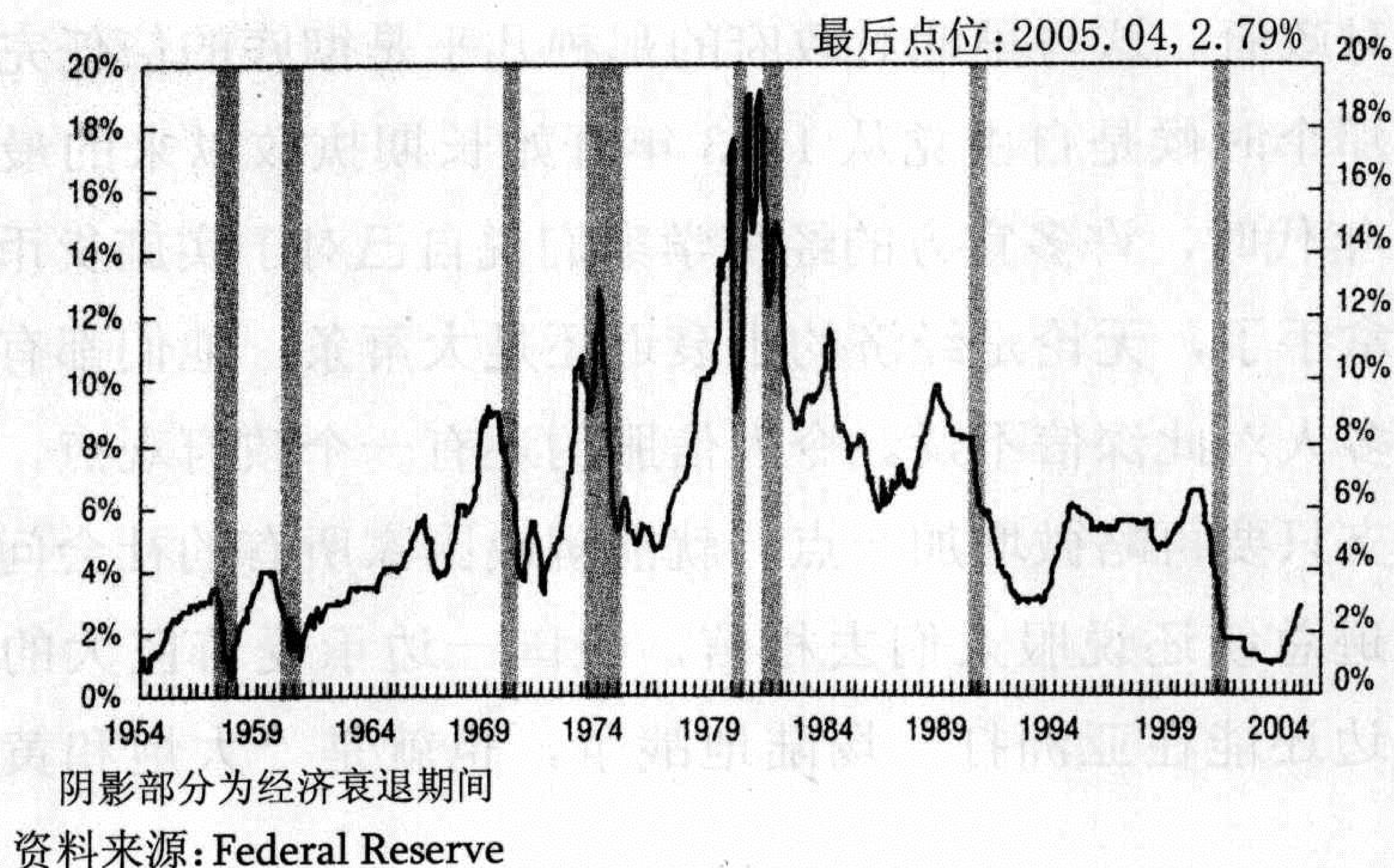


图 4.4 联邦基金利率

年的第一本书《通货膨胀结束了吗？你准备好了吗？》(“Is Inflation Ending? Are You Ready?”)最终在 1983 年由麦格劳希尔(McGraw-Hill)出版社出版时，销路很差。

在这本书中，我用肯定回答了书名中的第一个问题，由于公众对政府滋生的不信任，通货膨胀正在结束。然而，第二个问题的答案却是否定的，不，投资者们还没有准备好。他们的投资组合中充斥着钱币、艺术品、古董、黄金、等等其他能在疯狂的通货膨胀中受益的有形资产，而只有极少数能随着通货膨胀的缩减而反攻的股票和债券。

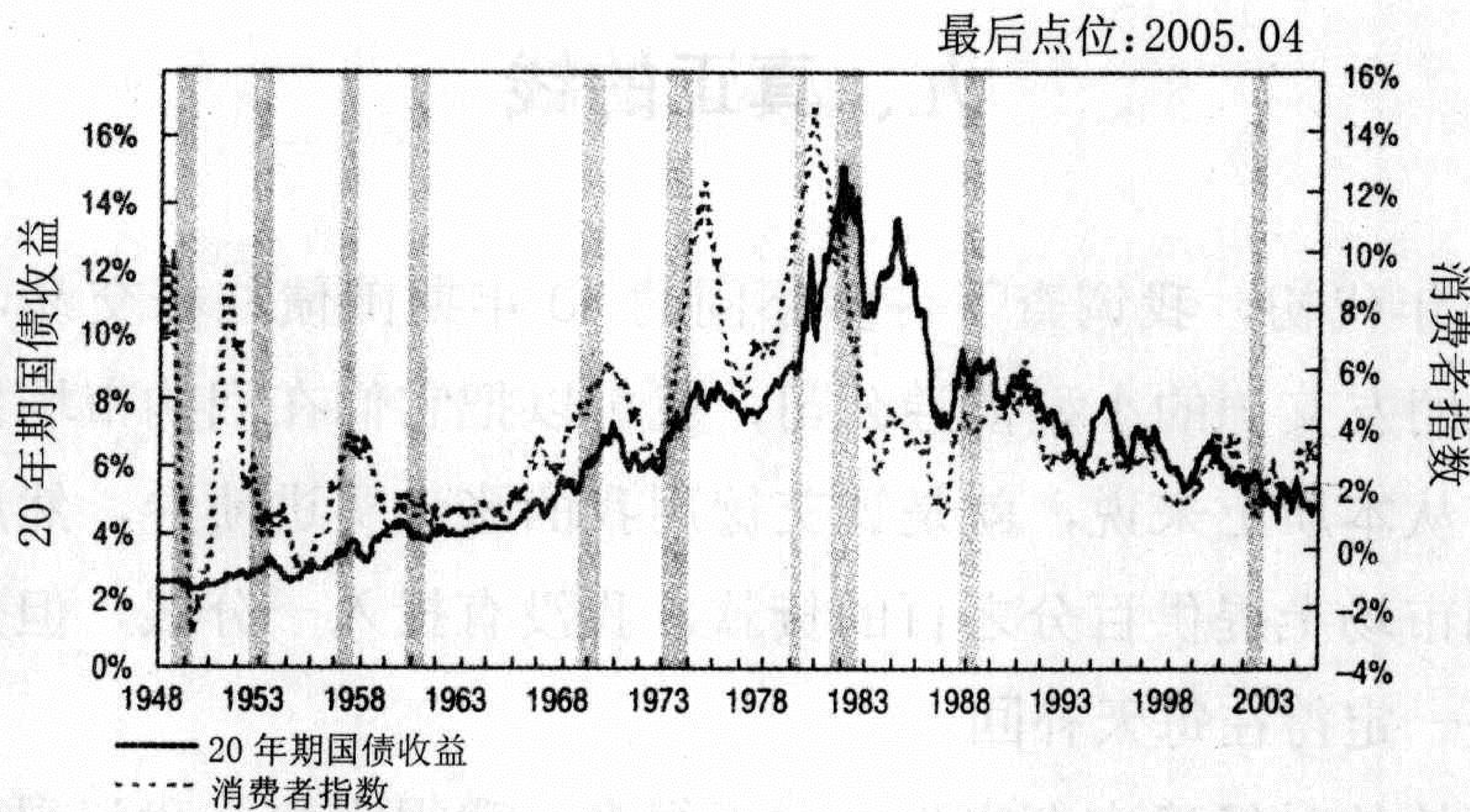
这个预测毫无疑问是与众不同的，而且多年来一直如此。由于以前 10 多年不断增长的通货膨胀率和债券收益率太深入人心了，我们早先的预测要到 1986 年才开始赢得关注。那年，《波士顿环球报》和《西雅图邮迅报》的商业版编辑不约而同地想起了我的这本书，意识到其预测正逐渐露出端倪，他们各自写了一篇迟到的热情洋溢的书评。呃，这些评论虽然极尽赞颂，却令人备感惨淡，因为到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1986 年时，我这本书已经绝版很久了。

八、没有直线

国债收益从 1981 年 11 月开始的下降注定不会是一条直线，利率弯弯曲曲地有过反复(图 4.5)。我对通胀率和国债收益率长期下跌的基本看法一直没变，但事态发展总有反复。正如我对自己还有其他任何愿意聆听的人多年来一直说的那样，市场的不合理状态所能持续的时间会远远超过我们大多数人所能支撑的时间。



资料来源:Federal Reserve and Bureau of Labor Statistics

图 4.5 20 年期的国债收益和消费者指数

当然，事后会正确认识到，最好的策略是在 1981 年买进长期国债，然后到一个没有报纸或者证券行情的小岛上去度过这中间的 24 年。可是那不现实。买进后长期持有，这个策略很难贯彻到底，而且常常只在时机快要结束时才会流行起来。股市在经历了 1982 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8月开始的那段又长又强劲的反弹后，在90年代末时就是这种状况。

通常，投资仓位要随着当前的市场情况而有所调整。如果你愿意的话，尽可以称之为市场时机。不过，这其实是为了保存投资而采取的基本手段。不然的话，投资者的风险就是，本来想要保持仓位，但是在希望暂时受挫，市场和他们背道而驰时，就被吓出局了。其中的关键在于，要有勇气坚守自己的信念，即使一时被吓出局了，也要不计较以前的巨大损失，再次进入市场。这一点当然是我在那个“终生难遇的债券回升阶段”里首次投入钱时学到的。

九、真正的钱

80年代初，我调查了许多不同的30年期国债杠杆交易，发现通过我朋友艾德的小型债券公司，就可以把它们在回购市场做杠杆交易。从本质上来说，就是让艾德用我的账户买进债券，然后为之在短期市场上提供百分之百的贷款。我没有投入一分钱，但是当天的损失一定得在每天补回。

开始的时候确实有损失。亏得很多。我很震惊。我记得我边开着车绕城转悠，边想，这可好，一个世界一流水平的预测家，预言了一次大的投资机会，可在第一次对此进行实践时竟然就亏了。我有自己认为的一半那么聪明吗？

不过几星期后，我就重拾冷静，一再实践。这次取得了相当大的成功。实际上这一实践的结果是，在80年代中期，西林家族就实现了经济自由。这是通过积极投资于“长期债券”实现的。他们把最后一次发行的30年到期国债称做“长期债券”。当预测到将会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出现巨大的联邦盈余，不再有此需要时，财政部在2001年停止了发行30年期债券。不过，最近它又决定2006年重新开始拍卖发行，这是因为长期联邦赤字的又卷土重来，财政部希望能制止平均偿还期的缩短。还有，私人养老基金对长期安全投资新生出无比的热望。我很高兴，因为对这一品种我情有独钟。

十、“长期债券”

我对长期债券很有感情，差点儿用它为一艘船命名。我们在长岛南岸的火岛沙滩上有一幢房子，但是一直都没有机动船，因为我们想让四个孩子学习航海，觉得机动船只会坏事。不过，到20世纪80年代中期时，孩子们都已经成为很好的水手了，而我也被渡船时间表的专制弄得越来越精疲力竭。去火岛你必须得乘渡船，而我长期以来总是迟到，非常迟。因此，有一艘机动船的想法变得非常有吸引力。

那时，我们正在为CML集团做顾问。这家集团公司地处波士顿，名字来自于它的总裁查尔斯·李顿(Charles M. Leighton)，他曾是哈佛商学院的教授。这家公司拥有许多面对上层社会顾客的产品线，其中就有Boston Whaler船艇。我问李顿能否以把我的一部分顾问费以一艘这种船的形式来支付。他说行，让我在自己有半天时间的空闲时通知他，好让我去看看这个品牌位于波士顿南部的产品设备。

我们安排了一个时间，那会儿我反正也要去一次波士顿，他们派了一辆贵宾车来接我。这个造船部门的头儿是乔伊·劳勒，是他设计了这个品牌。乔伊几年前就把它卖了，但是还仍然在此工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他亲自带我去工厂参观。往船模上喷玻璃纤维，在座位里面安装浮子，还有最后的修饰，这些事情让我看得津津有味。

接下来就去了展示厅。“你对你的船有什么要求吗？”乔伊问我。我解释说，这艘船我既想用作交通工具，也想能用来海上钓鱼，带孩子滑水，等等。也就是说，我希望它什么都能干。

“呃，如果你想到海上钓鱼，那就需要那艘大的，”他说着，走向最大的那艘模型船。“而且你需要两个外侧发动机，要是在暴风雨的天气里一个在离岸30哩的地方抛锚了，另一个还能备用。”我们还认为一个控制台和挡风玻璃也挺必要，这样我在天气糟糕时可以躲在后面。还有嵌在船上的鱼缸，能承载重量的结实的栏杆，发杂物的储藏箱等等。

在返回位于波士顿的机场路上，我开始猜测“长期债券”——这是我将为这艘船起的名字——会花掉我多少钱。答案很快揭晓了，几天后乔伊就给我发来了那个数字，是 Whaler 的最低出厂价格。我就算计了起来。我计算了一下这艘船的折旧费、资金成本、保养费、夏天的码头停泊费、冬天的存储费、汽油费、保险费、执照费、以及要交的税；然后又对自己用它来钓鱼，滑水，航海，当然，还有在赶不上渡船时用来交通的频率做了一番分析。

结果非常惊人。那时渡船一次的费用是5美元，可如果使用“长期债券”的话，每次就要花费500美元。这不是能不能用得起的问题了。J. P. 摩根曾经指着一条豪华游艇说，如果你非得问价钱的话，那你就根本买不起它。这条船可绝对不是他那条。所谓船，就是水上面那个你得不断往里填钱的洞——即便这句老话也还吓不了我。可是以百倍于渡船费的价钱来换取避开渡口专制的自由，我认为理由不够充分。

不用说，“长期债券”一直都没买——也没开航。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十一、挺住

我个人的投资之所以能够成功，我们管理的他人投资之所以成功，还有我在多年中为我们那些客户提出的投资建议之所以有效，全是因为在面对偶尔出现的灾难和其他人没完没了的质疑时能挺住。幸运的是，与生俱来的那种不合群的性格在我这一行里是个优点。不过，在与人格格不入时觉得很舒服，甚至很高兴，有时候仍然是件让人觉得挺尴尬的事情，特别是对于我妻子而言。我们去一个酒会时，有人评论道，“哟，今晚那轮黄色的月亮多美丽啊！”我会本能地回答说，“你凭什么认为它不是绿色呀？”

这种性格随着我在几十年艰苦的经验教训中锻炼出的能力而得以加强，使我目光高远，不会因为电视财经新闻里的唠叨或者财经报纸上那些似乎很重要实则昙花一现的故事而昏了头脑。一定要时刻记住，在什么重要和什么不重要上，媒体绝对提供不了任何指导。即便主持人报道说接下来的 60 分钟内没有任何重要新闻，财经电视的屏幕也不会黑屏。也从来不会有一份财经报纸在主版只发一条无新闻的简讯，其余都开着天窗什么都不印。

1987 年股市崩盘后，我和其他许多人一样，都深信股票和经济前途惨淡。我每天都花很多时间如饥似渴地读着《华尔街日报》和其他财经出版物上那一大堆和崩盘有关的故事，收集了一大摞剪报。我们甚至还写了一本书，书名是，《崩盘之后——衰退还是萧条？》(“After The Crash?Recession or Depression?”)

呃，当然喽，既没有发生衰退也没有发生萧条。经济短暂地停滞了一下后就继续增长了，而股票在几个月里就重新恢复了上涨的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势头。回顾过去，那次崩盘只不过是1987年初的一次投机跳高引发的回调，仅仅是一次强劲的上升趋势中的一个微不足道的点(图4.6)。

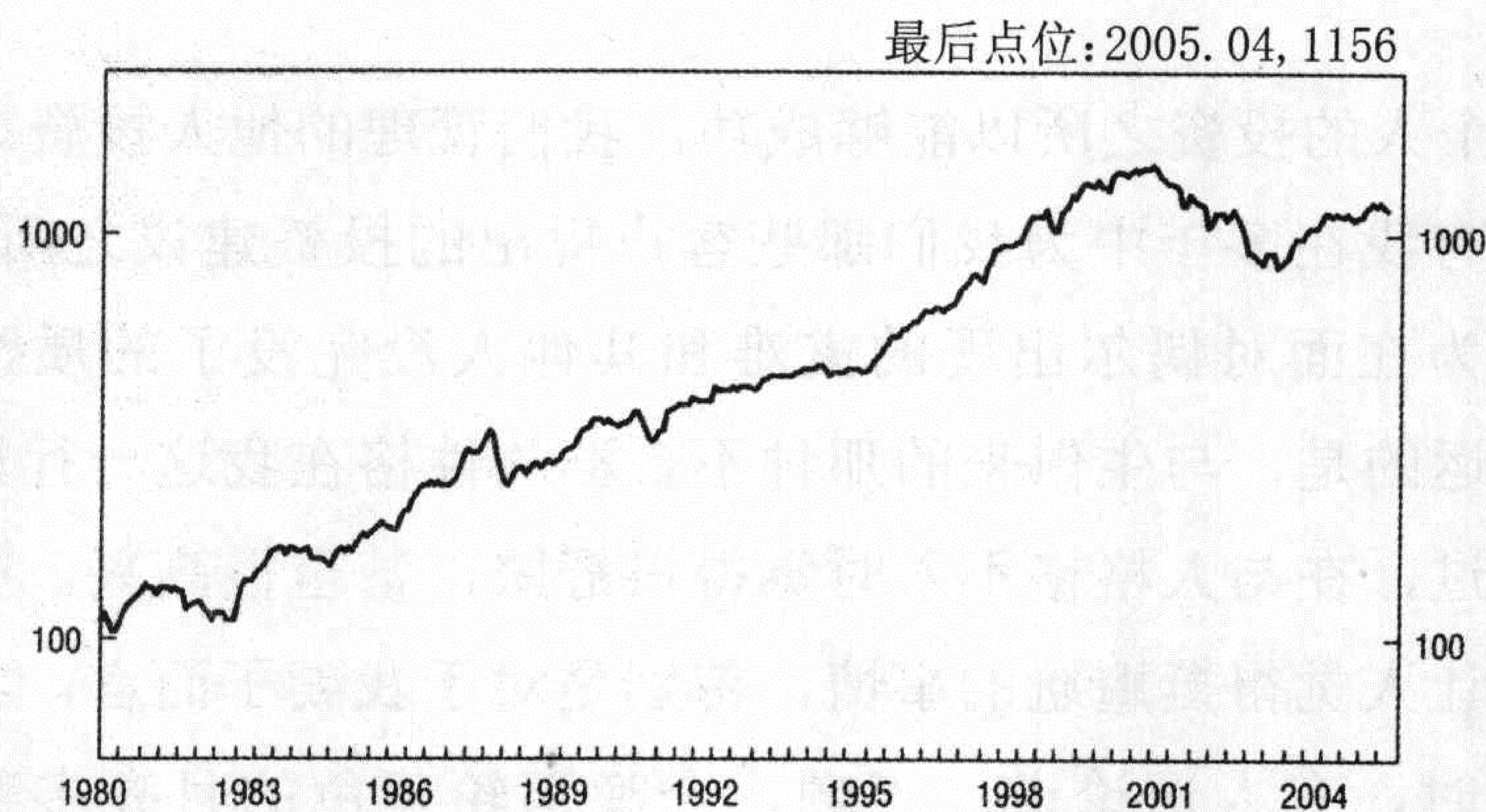


图4.6 标准普尔500指数(对数尺度)

我从中吸取了教训。因为当2001年"9•11"恐怖分子活动时，我虽然仍然阅读有关消息，但是不再去关注大量的细节。我不再积累剪报。我们没有对经济做出极其悲观的预测，也没有为此而写一本书。

十二、持之以恒非常重要

前面我提到过华尔街日报对经济学家们半年一次的投票调查，结果显示他们对国债收益的预测惨败。《华尔街日报》上对这一调查进行讨论的文章说，"至今为止在挑选买进长期债券时机上记录最好的经济学家是：加里•西林。"还说"那些听从了他的预测而把钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投入长期债券的投资者，所得回报非常好。”

显然这使我很高兴，于是就给这篇报告的作者罗伯特•贝克威兹打了电话。他那时是波士顿一家投资公司的投资经理。我感谢他研究了我的债券利率预测记录。他主动指出了我优于其他人的原因，那就是我持续不断地预言国债收益下降，从来没有被当下的无关因素引导偏离轨道。而其他人，他说，都受到了当时当地情况的影响，这一季度预言下降，下一季度又会预言上涨。他们这么做就错过了债券收益长期下降而价格上升的那种连贯一致的稳健趋势。

确实，在这段几乎有 24 年的“终生难遇的债券回升阶段”里，我对通货膨胀率和国债收益率会持续下降的看法，似乎一次都没有得到过大众的认同。结果是，我的预测总是恰到好处地与众不同。这同时也意味着国债的价格还不会轻易就高得离谱。不管什么投资主题，如果当大多数人都开始相信时，往往会出现那样的事情，想想 90 年代末高科技泡沫的那种荒谬极端的情形吧。那时，绝大多数股东都相信每个新兴公司都是天赐的。

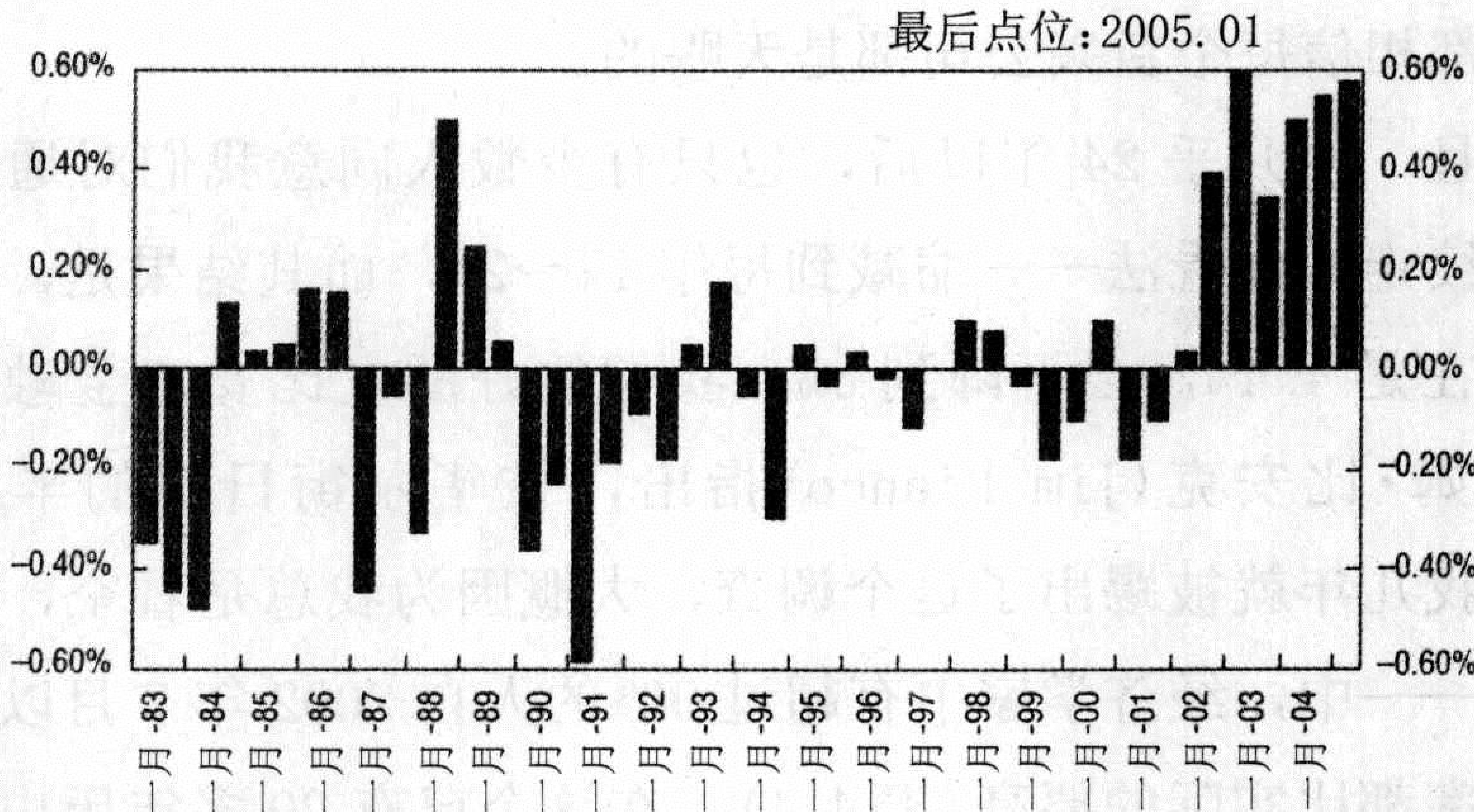
而且，在几乎 24 年以后，也只有少数人同意我们对通货膨胀还会继续走低的看法——缩减到每年 1%～2%，而其结果是，国债收益，现在是 4.4%，会下降到 3%。我们的好朋友比安克金融研究公司的吉姆•比安克(Jim Bianco)指出，在华尔街日报的半年期调查——我几年就被踢出了这个调查，大概因为我总是看空，而且总是对的——中，经济学家中有超过 90%的人自 2002 年 7 月以来所预测的利率都比实际的要高(表 4.1)。在这个已有 20 多年历史的调查中，像这样一边倒的预测是不多见的(图 4.7)。同样地，彭博资迅(Bloomberg)每月经济师调查也显示，自 2003 年 12 月以来，超过 90%的人的预测都比实际的要高。然而，国债收益率却一直在下降(图 4.8)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4.1 《华尔街日报》关于下半年长期利率的预测调查

调查日期	对收益变化的预测	实际的收益变化	预测方向是否正确?	测试回答		
				更高	更低	不变
七月1995	-0.04%	-0.70%	是	48%	52%	0%
一月1996	0.06%	0.95%	是	56%	42%	2%
七月1996	-0.03%	-0.25%	是	48%	46%	5%
一月1997	-0.12%	0.14%	否	30%	70%	0%
七月1997	0.01%	-0.86%	否	49%	51%	0%
一月1998	0.10%	-0.28%	否	58%	42%	0%
七月1998	0.08%	-0.55%	否	62%	35%	3%
一月1999	-0.05%	0.89%	否	37%	54%	9%
七月1999	-0.15%	0.50%	否	28%	67%	6%
一月2000	-0.10%	-0.58%	是	35%	49%	15%
七月2000	0.11%	-0.40%	否	61%	16%	6%
一月2001	-0.15%	0.30%	否	20%	69%	11%
七月2001	-0.10%	-0.31%	是	39%	59%	2%
一月2002	0.04%	-0.22%	否	42%	58%	0%
七月2002	0.40%	-0.98%	否	93%	7%	0%
一月2003	0.50%	-0.31%	否	93%	5%	0%
七月2003	0.34%	0.74%	是	87%	9%	4%
一月2004	0.50%	0.34%	是	96%	4%	0%
七月2004	0.55%	-0.37%	否	96%	2%	0%
一月2005	0.57%	??	??	98%	2%	0%

资料来源：Bianco Research



资料来源：Bianco Research

图 4.7 《华尔街日报》经济师对于“长期利率在下半年的变化”的预测投票

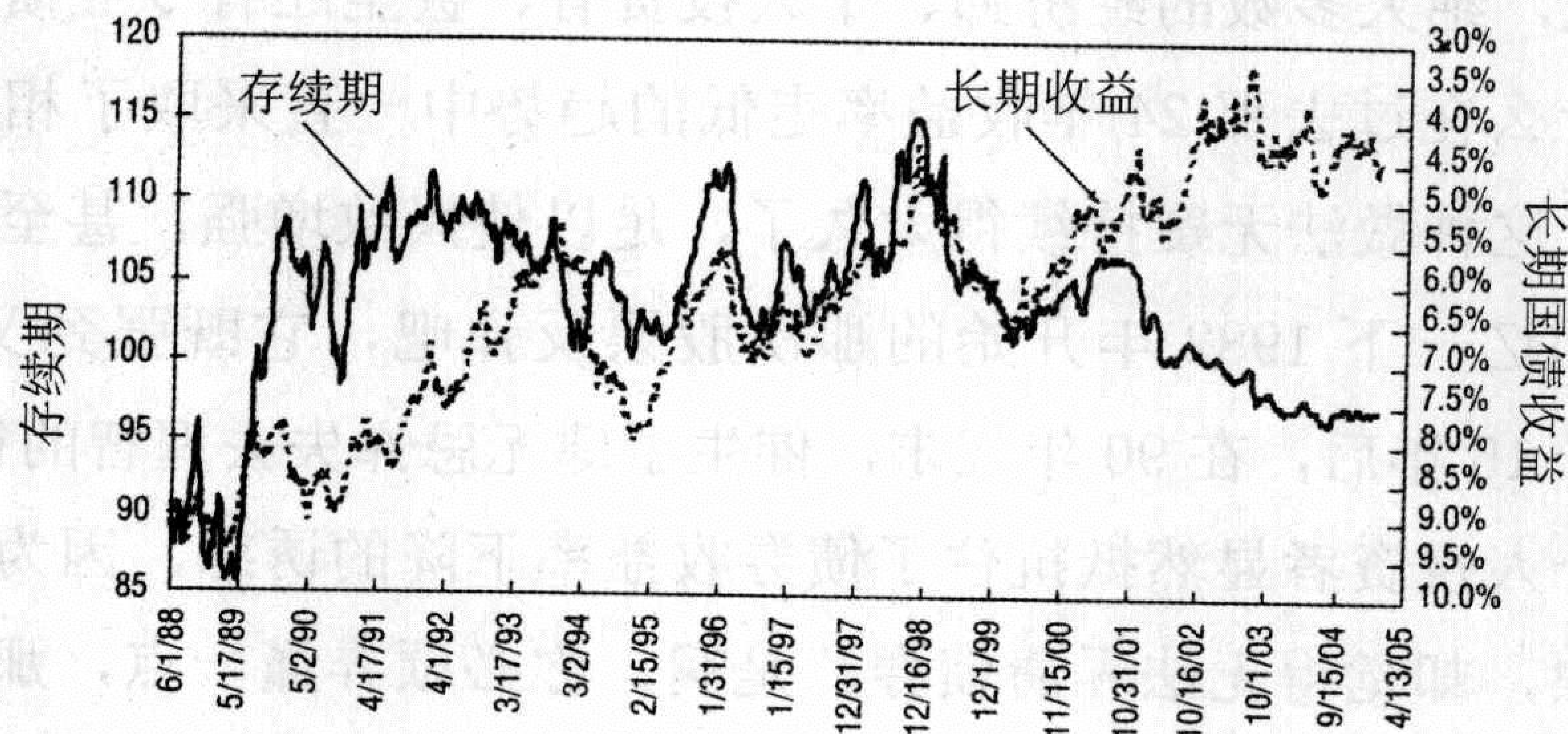
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：Ryan Labs.Inc.

图 4.8 30 年期国债收益率

经济师们并不是孤立无援的。我另外一个在纽约投资机构 ISI 做首席经济师的朋友埃德•海曼(Ed Hyman)也主持过一个调查，其结果显示，专业的债券经理们自 2002 年出以来就开始缩短他们债券组合的久期(译者按：duration，又称存续期)，认为收益率会上涨。然而，长期债券的收益率却一直都在持续下跌。在图 4.9 中，为了和债券的价格变动做相近的比较，收益率的标记是反的。摩根



资料来源：ISI Group

图 4.9 ISI 关于久期的调查

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(J.P. Morgan)对于债券经理的调查也显示了类似的结果。

太平洋投资管理公司(PIMCO)的比尔·葛洛斯(Bill Gross)是个债券大师，他在一年多前曾经说历经20年的债券反弹已经结果了，前方是愈来愈高的通货膨胀率和债券收益率。太平洋投资管理公司现在有390亿美元的共同基金和机构资金等着在通货膨胀率高涨时赚钞票。这些资金被投资于通膨保值债券(TIPS)，这种债券的面值定期按照通货膨胀率进行调整，以保护投资者不受通胀率上升的影响。但与此同时，当通货膨胀率和收益率下降时，它也享受不到传统国债价格上涨的好处。太平洋投资管理公司还大量投资于商品期货，指望它们的价格在通货膨胀重新恢复时会上涨。不过，葛洛斯最近已经反向调整了他的仓位，加入了我们的阵营。

十三、干嘛和趋势对着干

的确，有极其微弱的那么一丝可能性，我的预测完全错误，前面等待着我们的是愈来愈高的通货膨胀率和国债收益率。可不管怎么说，绝大多数的经济师、个人投资者、甚至还有专业债券经理人为什么在过去那24年收益率走低的趋势中一直采取了相反的看法呢？这种做法无疑持续得太久了，足以使兴致增强，甚至过于狂热。回忆一下1982年开始的那次股票反弹吧，它既强劲又持久，以至于15年后，在90年代末，催生了肆无忌惮失去理智的行为。

个人投资者显然抵抗住了债券收益率下降的诱惑，因为他们热爱股票，却觉得无法弄清债券。是啊，你必须弄懂一点，那就是既然已发行债券的息票支付是固定的，那么其价格就会随着当前的利率而波动着去调整其市场收益。本质上来说，如果时下的利率从

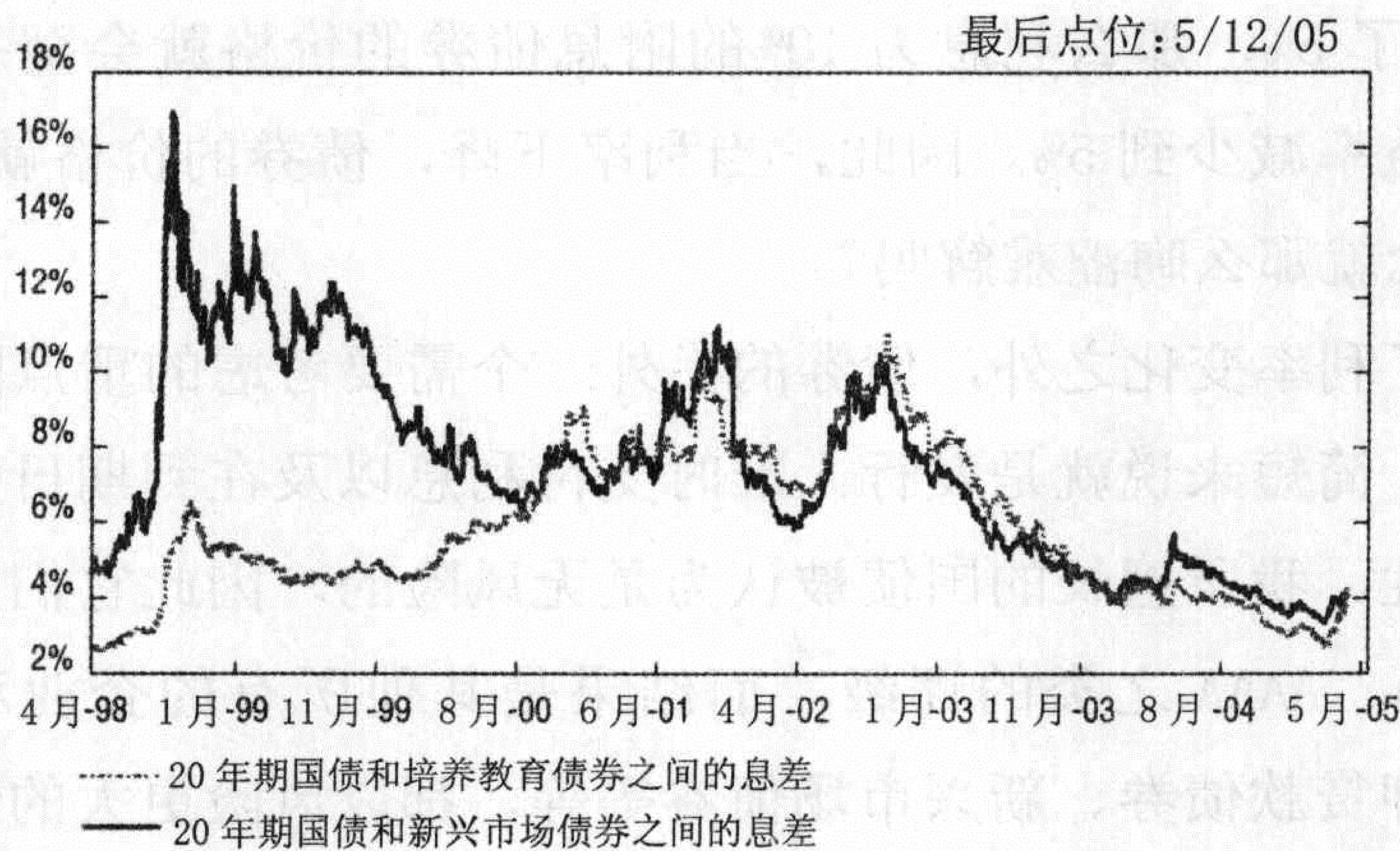
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10%跌到了 5%，那么利息为 10%的附息债券的价格就会翻番，以把有效收益率减少到 5%。因此，当利率下降，债券的价格就会上涨。这个概念就那么晦涩难解吗？

除了利率变化之外，债券的另外一个需要考虑的重点因素是信用风险，简短来说就是发行人准时支付利息以及在到期日赎回债券的可能性。我所擅长的国债被认为是无风险的，因此它们甚至没有得到 AAA、AAAA 之类的评级。而结果是其他所有的企业和市政债券、抵押贷款债券、新兴市场债券等等，都以风险更大的理由比同等国债卖出的收益率要高。风险越大，息差(spread)就越大，正如 2005 年 3 月所显示的那样。那时，通用汽车(GM)宣布其盈利出现问题，投资者们把通用汽车债券一把推入了垃圾债券一族。

结果，国债与垃圾债券和新兴市场债券之间的息差(图 4.10)，还有甚至与投资级别的企业(图 4.11)之间的息差都骤然加大。那些息差早先小到了荒谬的水平，是因为陡峭的收益率曲线(图 4.13)和违约率近年来的下降(图 4.12)，它们都鼓励人们去借用廉价的短期资金买进这些债券。但是自从中央银行在 2004 年 6 月起开始紧缩银根，以联邦债券为首的短期利率的上涨联合国债收益率的下跌，把很多这些资金都挤了出去。而通用汽车那个令人震惊的公告扭转了趋势，使债券质量越来越好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：Bianco Research

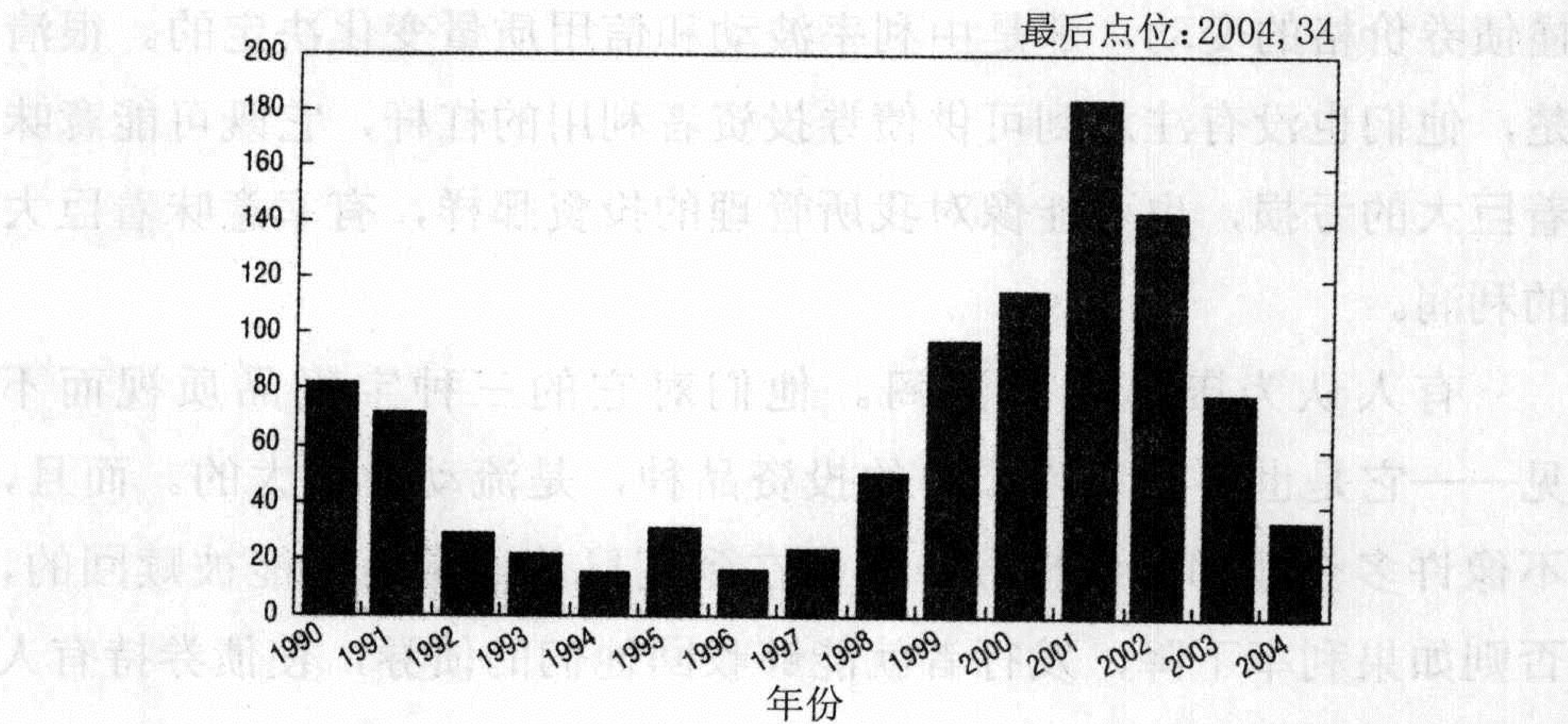
图 4.10 债券收益率差



资料来源：Bianco Research

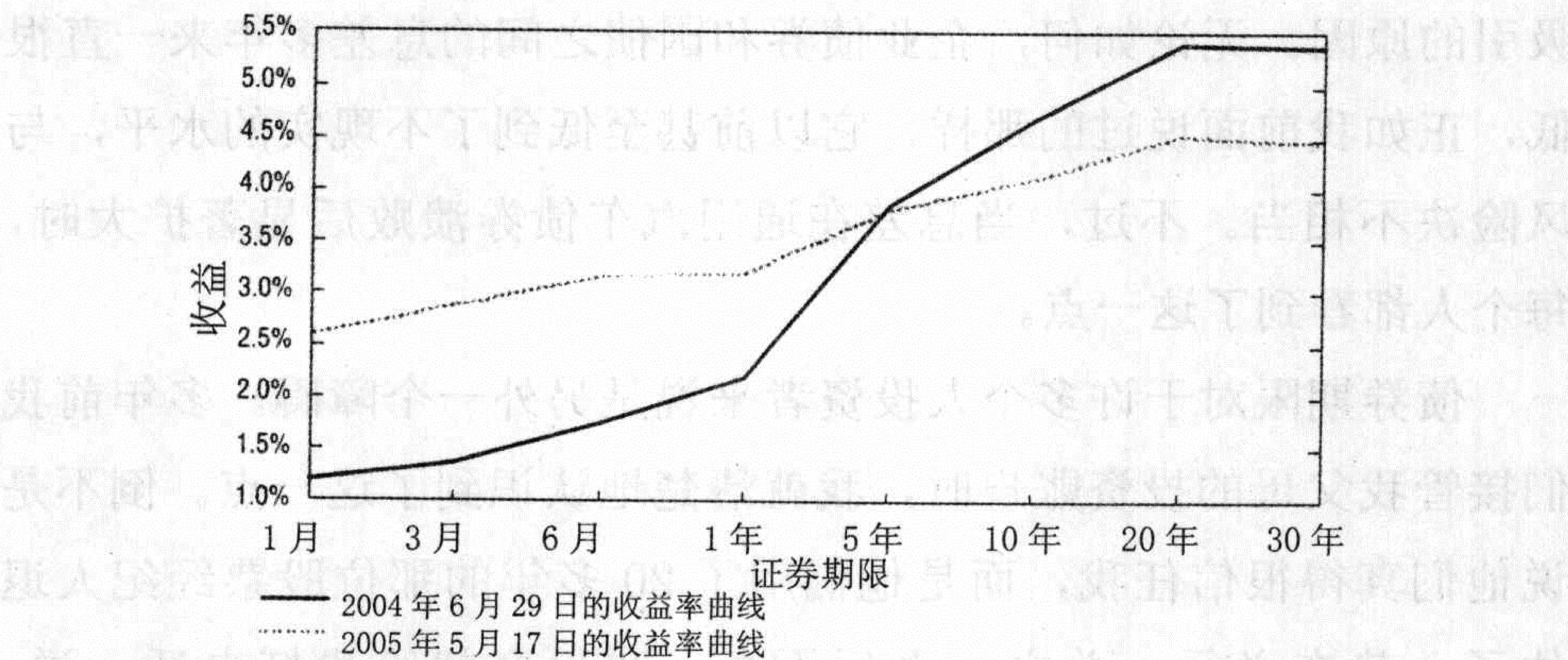
图 4.11 美林证券级别为 A 级公司债券主指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：Moody's Investors Services, Inc. and/or its affiliates. Reprinted with permission. All rights reserved.

图 4.12 公司债券的违约总数



资料来源：Federal Reserve and Ryan Labs, Inc.

图 4.13 2004 年 6 月 29 日和 2005 年 5 月 17 日的收益率曲线

十四、风险和期限

许多人似乎都相信债券面对的是那些孤寡老人和孤儿。他们不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

懂债券价格的变动，那是由利率波动和信用质量变化决定的。很清楚，他们也没有注意到可供债券投资者利用的杠杆，它既可能意味着巨大的亏损，也可能像对我所管理的投资那样，有幸意味着巨大的利润。

有人认为国债尤其沉闷。他们对它的三种宝贵品质视而不见——它是世界上风险最小的投资品种，是流动性最大的。而且，不像许多企业和市政债券，国债在到期日前通常是不能被赎回的，否则如果利率下降，发行者就能够收回他们的债券，使债券持有人的资本增值中断。

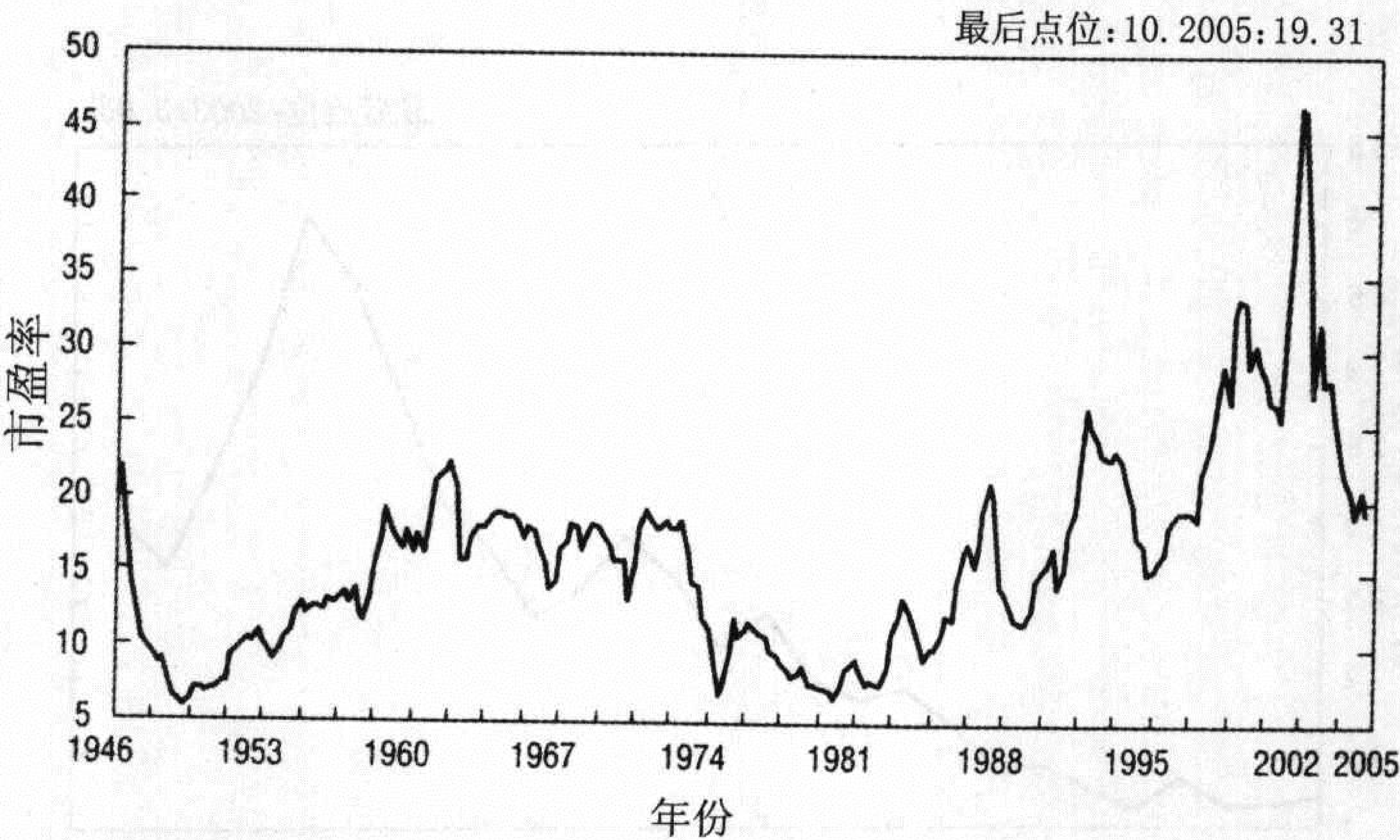
顺便说一下，我对国债或者其他任何债券的兴趣在于资本增值，而不是它的利息回报。这就是我为什么不被企业债券高收益率吸引的原因。无论如何，企业债券和国债之间的息差多年来一直很低，正如我前面说过的那样，它以前甚至低到了不现实的水平，与风险决不相当。不过，当息差在通用汽车债券溃败后显著扩大时，每个人都看到了这一点。

债券期限对于许多个人投资者来说是另外一个障碍。多年前我们接管我父母的投资账户时，我就清楚地认识到了这一点。倒不是说他们真得很信任我，而是他们用了 20 多年的那位股票经纪人退休了，势在必行。总之，之后不久，我母亲就给我打电话，说，“加里，我看见你往我们的账户里放了一些国债，到期日要在 30 年后。”“对啊，妈。”“可是，加里，”她喊了起来，“你爹和我没有 30 年好活了。”我努力解释，说我没想一直持有它们，只不过在这个收益率下降的趋势中，到期日越往后，就越能增值。我甚至还向她指出，股票是没有到期日的，实际上，是无限的，可还有 95 岁的人持有它们呢。我摸不准这些解释她到底听进去了一点儿没有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十五、股票的复杂性

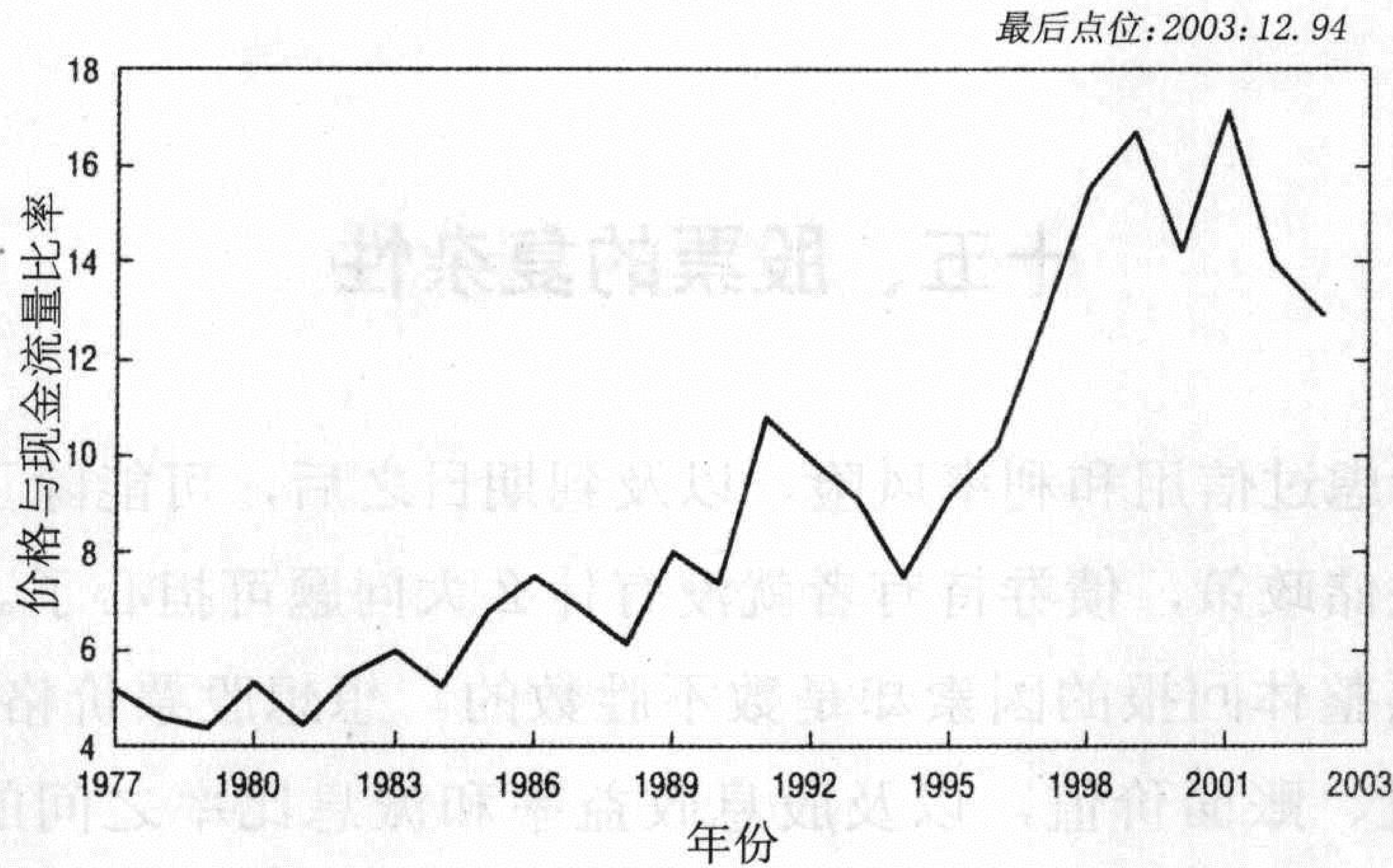
在考虑过信用和利率风险，以及到期日之后，可能除了通货膨胀和美联储政策，债券持有者就没有什么大问题可担心了。但是能影响股票整体回报的因素却是数不胜数的。想想股票价格和盈利、现金流量、账面价值，以及股息收益率和派息比率之间的关系吧（图 4.14～图 4.17）。



资料来源:Standard & Poor's

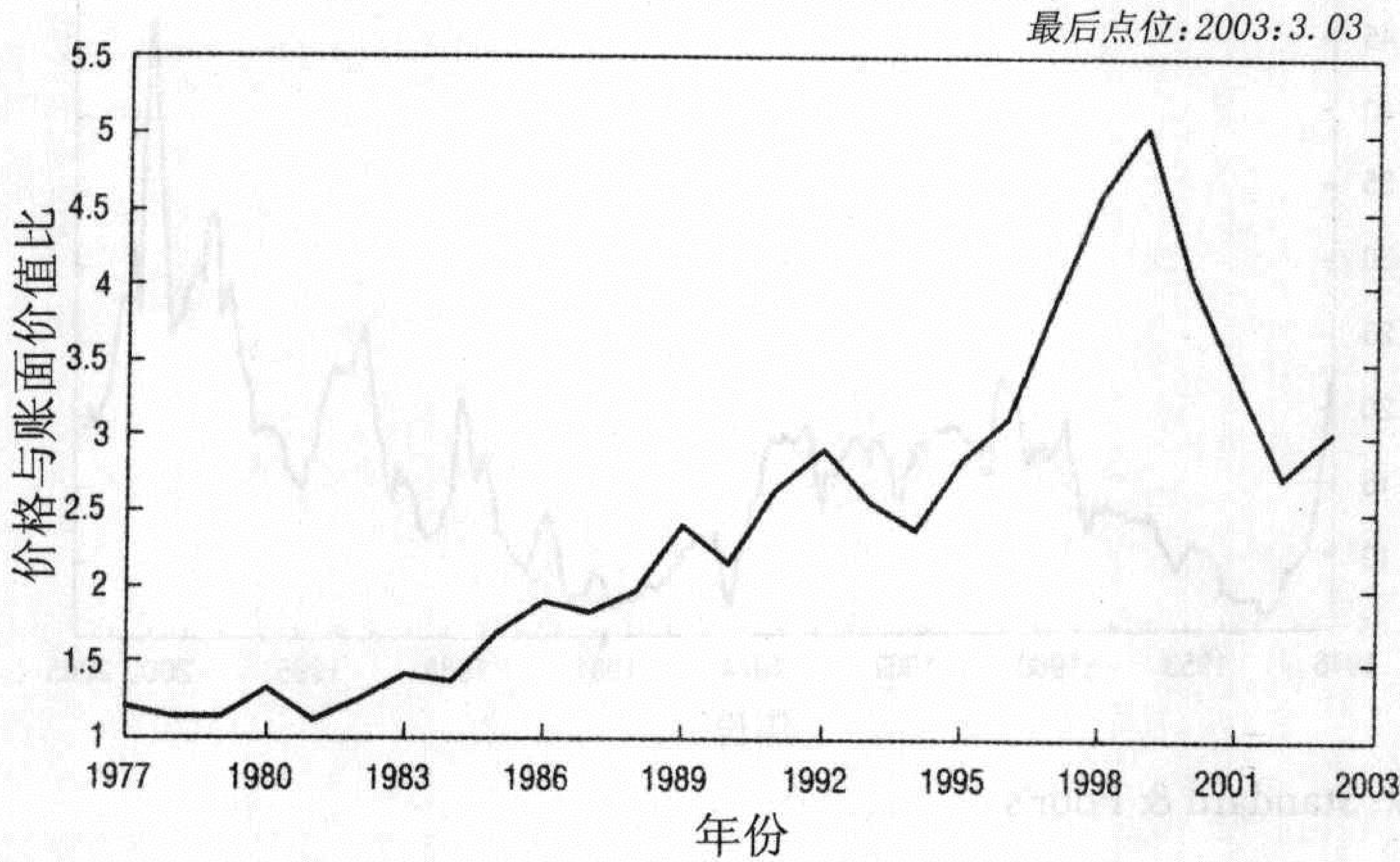
图 4.14 标准普尔 500 指数股票的价格与预期收益的比率（市盈率）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源:Haver Analytios

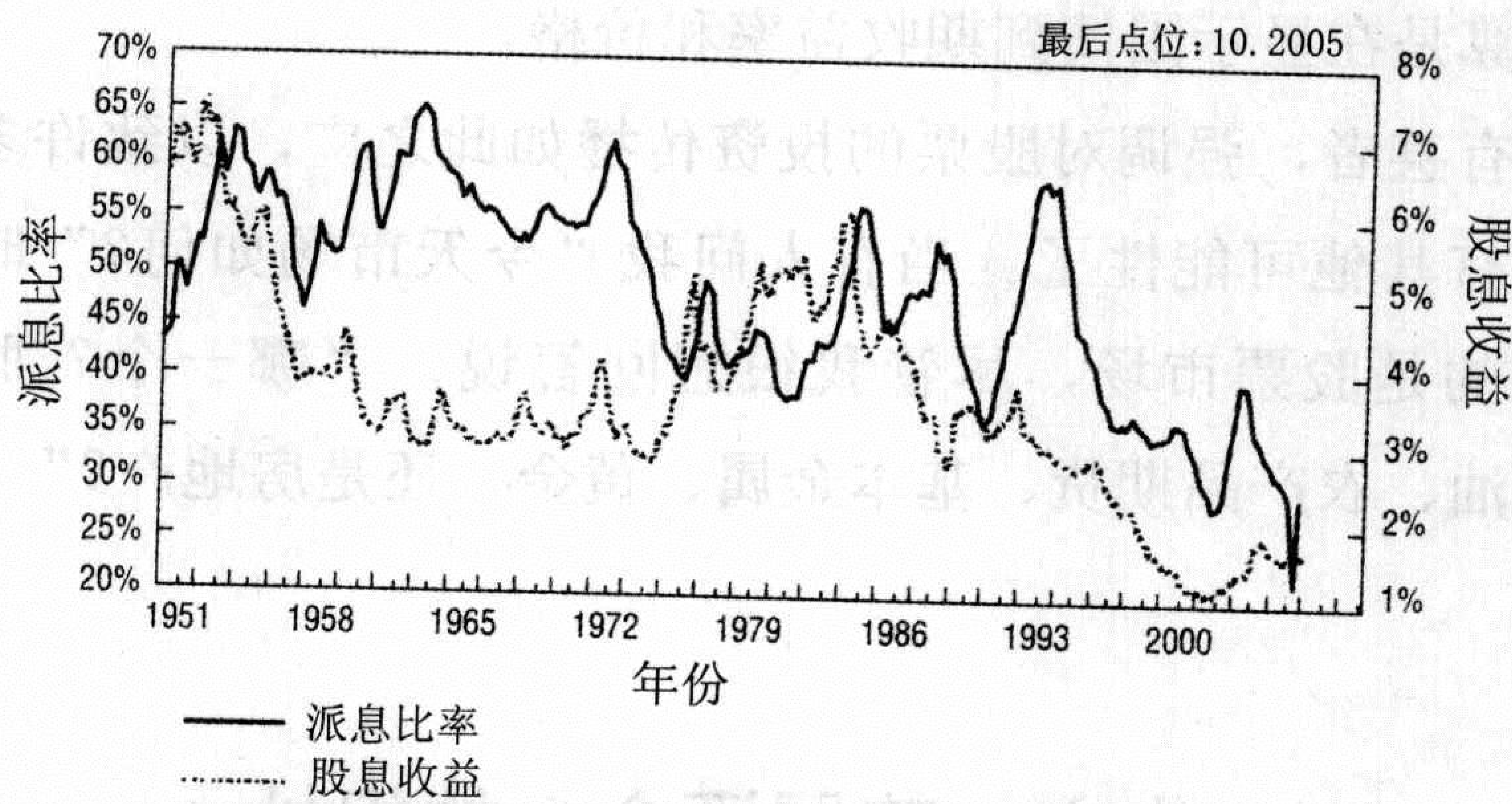
图 4.15　标准普尔 500 指数股票的价格对现金流量比



资料来源:Haver Analytics

图 4.16　标准普尔 500 指数股票的价格与账面价值的比率（市账率）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：Standard & Poor's

图 4.17 标准普尔 500 指数股票的股息

除此之外，还有其他那些难以定量的因素，比如说公司管理层和财务的质量、管理氛围、所在行业的前景、新产品的引进、竞争和商品价格、商业大环境、股市整体基本情况、投资者对风险的承担水平，等等。那些相信股票简单而债券，尤其是国债，复杂的人，显然和我居住的不是同一个世界。

那么，为什么个人投资者却以极大的热情投身于股票，而对债券不置一顾呢？请注意，作为投资者兴趣的反映，财经电视节目几乎全都集中在股票上。CNBC 就是一个说明。在它的电视屏幕右下角的那个方框内显示着一些数字。道•琼斯指数、标准普尔 500 指数、还有纳斯达克指数、以及它们的变化，或涨或跌，全天不断轮番闪现。

但是轮到国债，则通常是 10 年期的，而且仅仅显示目前的收益率。作为一名国债投资者，我想知道它们的价格变化，它会告诉我当天是赚了还是亏了。目前的收益率没什么可看的，它对价格变化没有任何指导意义，除非我能够记住前一天收市的收益率，并且知道它每一个基本点的变化对价格的变化意味着什么。还好，彭博

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资讯总算是在显示国债到期收益率和价格。

更有甚者，强调对股票的投资传播如此之广，以致许多人都不觉得还有其他可能性了。当有人问我“今天市场如何？”时，我知道他指的是股票市场，尽管我很想回答说，“哪一个？股票、债券、原油、农产品期货、基本金属、黄金、还是房地产？”

十六、鸡尾酒会上的闲扯

我对此的猜测是，投资者的热情投向股票而不是债券，是源于人类渴望风险、变化、以及行动的天性。那并不是一种只想快速赚大钱的简单渴望。可股票的这些特点同样也适用于债券。你可以用5%的保证金买进国债，如果这样还提供不了足够的金融杠杆和获得巨大盈利(亏损)的机会，那还总杠杆效应甚至更加厉害的国债期货呢。

对股票的热情也可能出于对某家公司和它的产品的认同。例如，如果一个投资者喜欢喝百事可乐，他或者她也许对这家公司的股票就会非常认同。更重要的是，在某只股票上的成功，特别是一只名不见经传的股票，会为该投资者在鸡尾酒会和其他一些社交场合带来极大的吹牛资本。

我亲自实践过这个理论。Suncor 是一家在加拿大从柏油沙中提炼石油的公司。

2005 年初，当原油价格和能源股票飞涨时，我在一个鸡尾酒会上对几个人提到我们对这家公司的投资回报十分好。结果谈话顿时活泼了起来，对我超凡的投资技巧的赞誉不绝于耳。

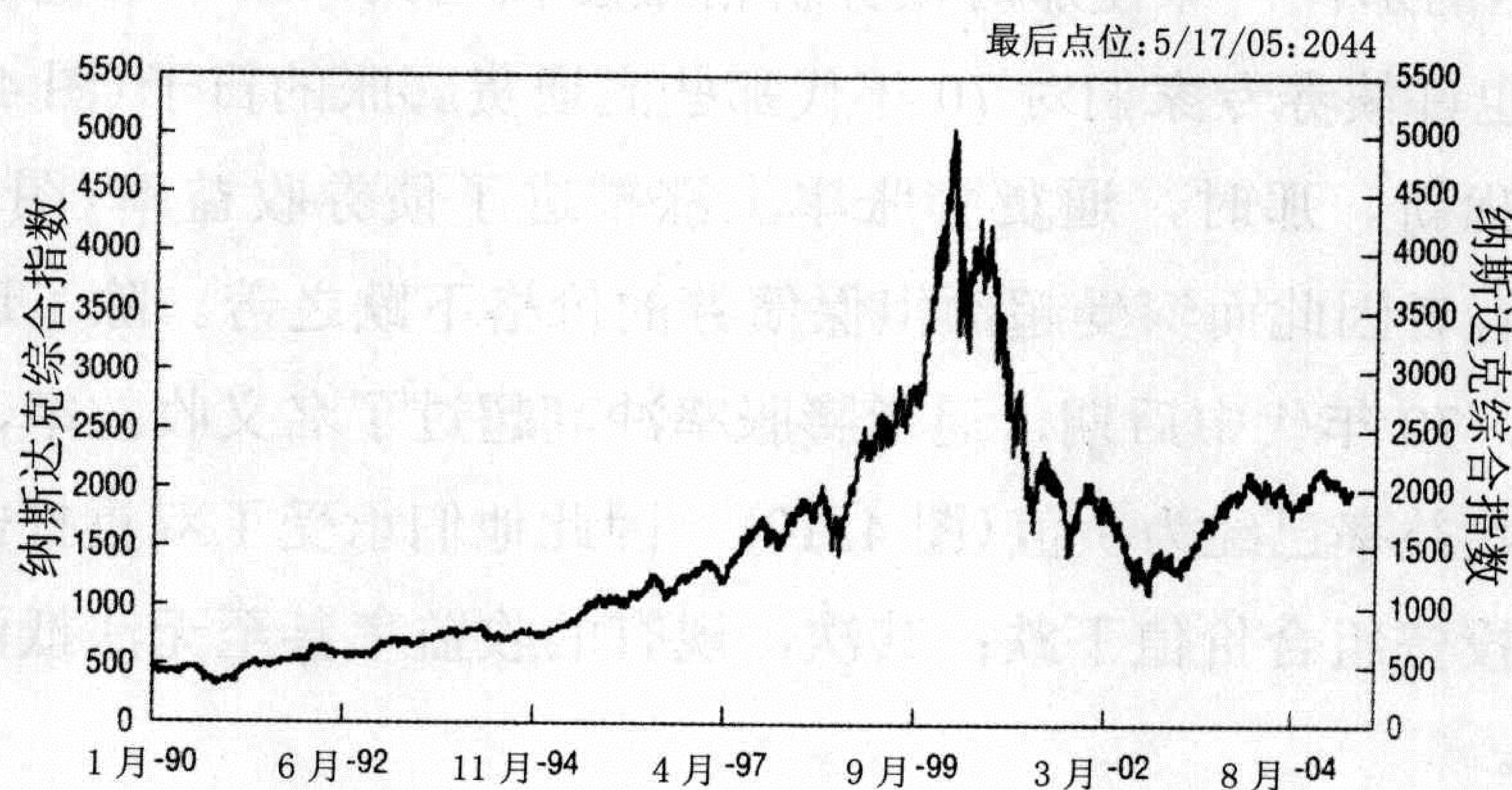
然而，和另外一些人在一起时，我说起那天对我们的国债来说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是极好的一天，因为我们的30年期国债涨了1个点。我解释说1个点虽然只有1%，但是我们的利润却是巨大的。因为我们既有国债期货也有零息债券，在利率下降阶段中，它们的增值是附息债券的两倍。可当我说这些话时，我的听众们不是眼神呆滞，就是走向吧台去拿饮料了。

个人投资者喜爱股票甚于债券，也可能是因为像大多数美国人一样，他们天性乐观。而乐观主义者们寻找的是迅速增长的经济行为和企业利润，那对买进股票有利。与此同时，他们倾向于把债券，尤其是国债，和负面情况联系起来。他们把它当作股市崩盘、萧条、或者其他糟糕的阶段时的安全避难所。

另外，1982年7月到2000年3月这17年零8个月的股票牛市(图4.6)既长久又稳健，使许多投资者都深信股票是长期投资的唯一选择，永远都会给出诱人的年回报。有趣的是，这种态度变得如此深入人心，甚至熬过了本世纪初的股票崩盘(图4.18)。



资料来源:Yahoo Finance

图4.18　1990年1月到2005年5月的纳斯达克综合指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

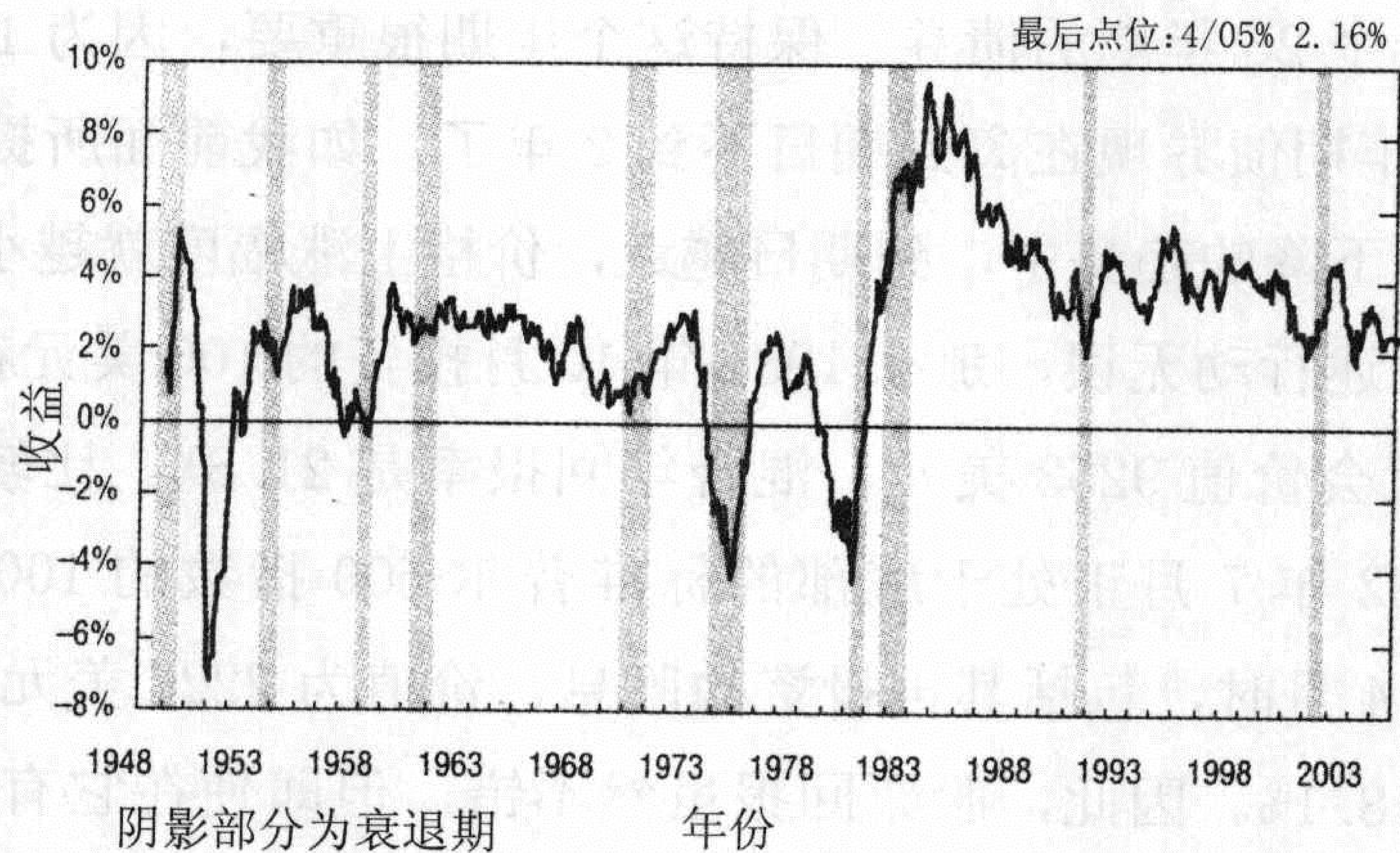
十七、专家不喜欢债券

饶有讽刺意味的是，专业的债券投资者、还有那些债券承销商们，对他们自己的东西似乎也常常持有负面看法。70 年代时，我是怀特 - 威尔德投资银行(White, Weld & Co.)的首席经济师。公司管财务的人在涉及债券承销前景时喜欢带上我，讨论我的经济观点——不过这只限于我对债券收益率预期比较高的时候。对收益率预期较低会促使新债券发行延期，而前方的高收益率则会加快它们的步伐，在它们的利率上涨前使它们入市。我的同事们自然希望事情立即办好。延期的发行也许永远都不会发行了，而即使发行出来了，付给公司的费用也会晚到。

债券投资组合的专业经理人对债券的价格也很少乐观。正如图 4.9 显示的那样，即使那时债券价格幅度相当大，三年来他们仍然看空。也许债券专家们对 70 年代那些高通货膨胀的日子(图 4.1)仍然记忆犹新。那时，通货膨胀率上涨推进了债券收益率(图 4.5)，债券持有者因此而深受超额担保债券的价格下跌之苦。除了这些损失之外，70 年代中后期，通货膨胀率冲高超过了名义收益率，债券的实际收益率已经为负值(图 4.19)。因此他们承受了双重打击：首先，是投资组合价值下跌；其次，现有的收益率甚至无法抵消通货膨胀率。

经历两次灾难之后，债券投资者拒绝接受第三次打击，在 20 世纪 80 年代初要求——并且得到了——非常高的收益率，如图 4.19 显示。实际收益率随后又回调了下来，但是早先的那些痛苦经验也许仍然还在债券经理人脑中萦绕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：Federal Reserve and Bureau of Labor Statistics

图 4.19 20 年期国债实际收益率（根据价格指数有所调整）

十八、历史的测试

尽管个人和专业投资者人普遍喜爱股票，而对债券不感兴趣，债券在过去的 20 年中还是一种好得多的投资品种，至少我们的投资组合里的债券是这样的。零息债券不像附息债券那样半年发放一次利息，但是却在赎回价格的基础上打折发行。发行价和赎回价之间的差异，就相当于利息收益。在这样一种安排下，利息回报是固定的，不存在当市场利率下降时，利息所得会以越来越低的收益率再投资的问题。因此，如前所说，在利率下降的趋势中，零息债券的增值是附息债券的大约两倍。不幸的是，反之亦然。如果利率上涨，那么零息债券的亏损也是附息债券的大约两倍。

1981 年 10 月，国债收益率达到了 14.7%的顶峰。假设一个投资者那时买进了一个 25 年期的零息国债，并且接下来的每一年都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加入另外一个25年期的债券。保持这个年期很重要，因为1981年发行的25年期债券现在离到期日不到2年了。如我前面所提到的，在一个利率下降的趋势中，到期日越近，价格上涨幅度就越小。

如果上述行动无误，那么1981年10月投资的100美元在2005年4月时就会价值9253美元，混合年回报率是21.8%。比较而言，投资于1982年7月正处于底部的标准普尔500指数的100美元，在2005年4月时，包括其再投资的股息，价值为2227美元，或者说年回报18.1%。因此，股票回报虽然不错，但即使在它有史以来最长最强劲的涨势中，25年期的零息国债也要比它好上4.2倍(图4.20)。

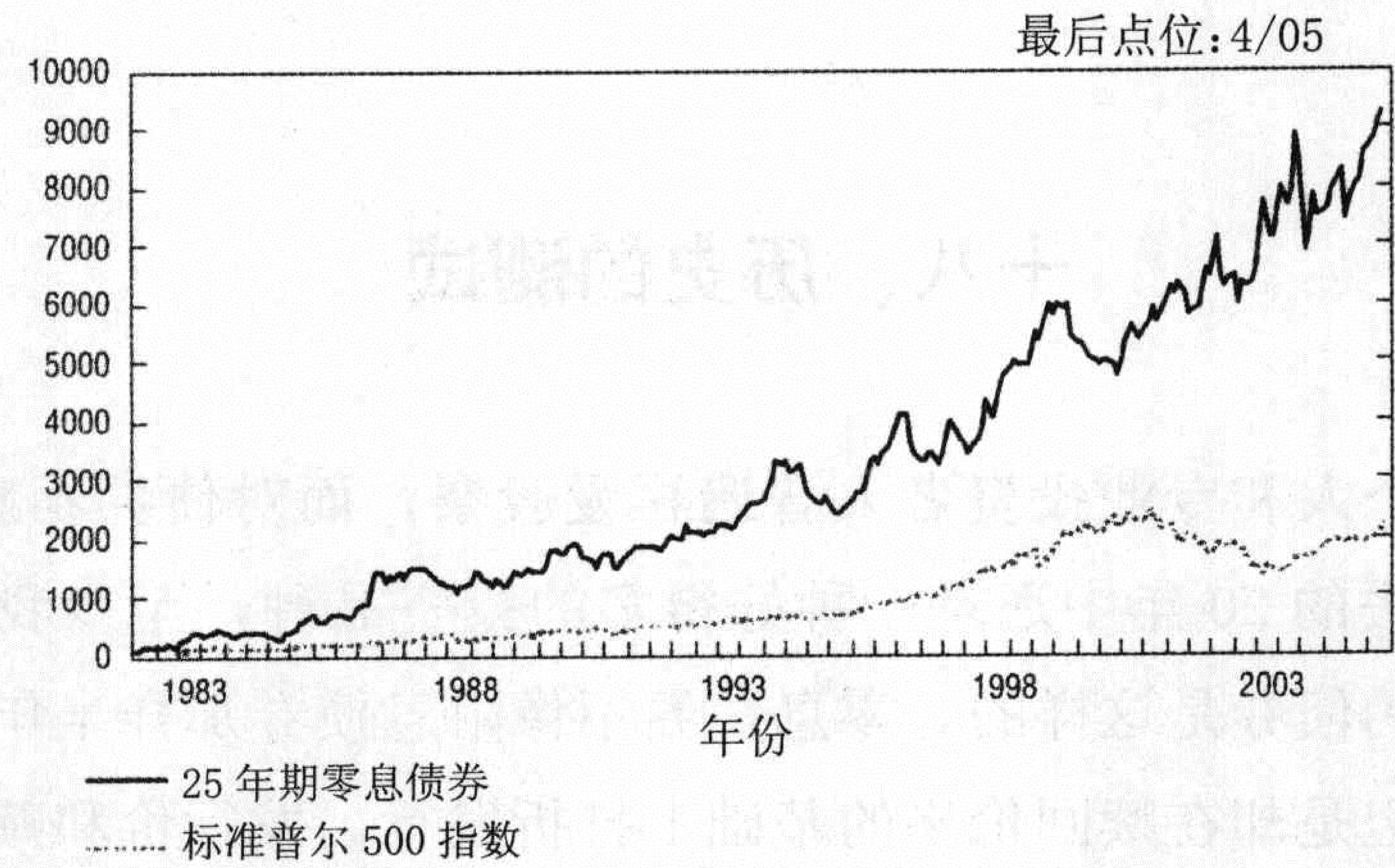


图4.20 股票与债券走势比较

十九、债券今后要往哪儿去

我相信起于1981年的“终生难遇的债券回升”仍然在继续，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而且会把国债收益率最终带到3%的低点。这是我们预测的自然结果。我们预测，在通货紧缩强大的力量(表4.2)下，通胀率将紧缩1%～2%。通货紧缩的力量中，有7种已经发挥了巨大作用(全部内容请参阅我们关于通货紧缩的两本著作：《通货紧缩：它为何要来，它是好是坏，以及会如何影响到你的投资、生意和个人生活》(湖景出版社，1998年出版)；《通货紧缩：如何在到来的通货紧缩中生存与发达》(麦格劳希尔，1999年出版)。而当收益率到了3%后，债券的大涨就会结束。可比起二站结束后至今的2.5%(图4.19)，国债4%～5%的实际回报仍然会很有吸引力。

在过度供给引起的这个“好的通货紧缩”中，假设股息收益回到了他们以前的底部3%的话(图4.17)，股票可能会增值1%～2%，回报总体上达到4%～5%。这意味着股票整体的实际回报是5%～6%，是符合其历史平均水平的。不过，“好的通货紧缩”在形成之初，也许会使经济和股票受到伤害，而且在两三年里也许会看上去像个需求不足的“坏的通货紧缩”。这个过渡必然会大大减少目前的高风险、金融杠杆、和通过金融市场借贷的资金、以及经济，特别是目前的房地产泡沫。

总之，这个给了我优良回报的长期投资主题我已经坚守了长达几乎24年。其间，通货膨胀不再紧迫，而国债收益率在下降。我希望在经过20多年的缓解之后，这个主题仍然还保有其与众不同的特性。只有当大众都蜂拥进我的地盘时，我才会担心“终生难遇的债券回升”要结束了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4.2

通货紧缩的力量
1. 冷战的结束减少了全球的国防支出。
2. 中央银行仍然在担忧通货膨胀。
3. 全球在持续调整。
4. 新科技的继续爆发在与之关联的产商和用户中促进了生产率。
5. 削减成本的大型零售业在向世界范围扩展。
6. 管制的解除在刺激竞争。
7. 全球化在推进，为世界性的过度供给提供动力。
8. 美国消费者将会从借贷消费转向储蓄。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　追求高回报、低风险

埃德·伊斯特林

埃德·伊斯特林（Ed Easterling）是达拉斯克莱斯矛特（Crestmong Holdings）投资研究公司的总裁，是《意外回报》（"Unexpected Returns"）一书的作者。他也为对冲基金做顾问和管理。埃德多少是个学术界人士，在南卫理公会大学（Southern Methodist university）的商学院做兼职，给那儿的研究生们教一门关于对冲基金管理的课程。

《意外回报》是股票圈内通俗易懂的最好读物之一。埃德的重点之一是分析和控制风险。如果你对投资抱有严肃的态度，你就会发现自己在一遍又一遍地重新阅读这一章。

——编者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、追求高回报、低风险

“赚钱的第一步是不要赔钱。”

风险既可为朋友，也可以为敌人。作为一名投资者，你的成功或者失败就取决于如何对待它。风险是所有投资固有的，应该予以重视，对它进行评估和管理，并且谨慎控制。你一开始会受到“传统”投资思维的支配，但最终将穿越镜像进入真实的世界。

你也许听说过，“如果想要更多的回报，就得冒更大的风险。”言下之意是风险创造出回报——就好像风险是一种元素，和投资混合在一起就能形成回报似的。实际上，风险是一个条件。它鞭策着投资者去寻求报酬和保护，其结果就是在金融市场上，高回报往往和高风险联系在一起。这和风险带来回报的想法截然不同。读完这一章后，你将不会再把风险看成是在投资花园中的养料，而会把它看做是种子，你的投资策略会转向高回报低风险。这在所有的市场环境中都很重要，特别是当市场的估价超过平均水平的时候。

这一章将对回报和风险进行深入探讨，消除那些对风险和回报的传统看法。你会找到衡量风险的方法，会验明风险和波动之所以翻云覆雨的原因。而你也将因此懂得如何做出更为明智的投资决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、冒险的事业

风险不是基于历史的普遍假设。每一种情况下的风险都是独一无二的，尽管对它的评估常常会在历史背景下进行，但是它在未来却并不一定会重现。在许多投资资料上都有一条很容易看见(但却经常被忽略)的警告：“历史业绩并不是未来回报的指标。”同样，过去的风险水平也并不一定代表着未来的风险。

对风险和长期收益的普遍认知带给人一种虚假的安全感。这种安全感建立在那种认为暂时的亏损会在未来带来回报的错误理念上。一些投资者以为高风险仅仅意味着近期的波动，而不考虑那笔亏损将永远停留在自己账户上的可能。

风险是亏损的不确定性。如果没有不确定性，那么就谈不上风险，只能是亏损了。而且，没有亏损的可能，也就是说，如果不确定性的大小正好和你的所得相抵，那么就几乎没有风险。因而，尽管衡量和评估风险的方法多种多样，可其实所谓风险就是你投资亏损的可能性。它常常用几率和大小来衡量。例如，一项投资失败的机会是20%，这项投资可能有亏损50%的风险。当失败的机会更高，潜在亏损的规模增大，那么投资就会愈加冒险。因而，当风险加大时，投资者对回报的潜力就应该有更高的要求。

综合评估回报和风险，是投资者在对一项投资的条件和价格做决策时应该做的事情。如果对回报和风险的评估精确，那么一个有着合理结构的投资组合就应该产生意料之中的回报。但是要记住，你交易的对手也许和你一样勤奋细心。作为买方，你觉得自己发现了一个很棒的机会，而对面的卖方则认为这个机会并不值这个价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钱。当你是卖方时，资本之间的张力也是如此。所以，当用一个商业决策的周密来精确评估风险和潜在回报时，一定要谨慎。

三、现代投资组合的误解

传统投资组合的逻辑是，股票比债券的风险更大，是由于它们亏损的可能性更大。所以，在一个有效市场里，从长期来说股票的价格应该比债券更能带来回报。这个逻辑所产生的观点认为，投资者因此就应该增持股票，以产生更多的回报。而对于那些讨厌风险的投资者来说，股票和债券的有效组合则能带来风险和回报的最佳表现。

这个理论的缺陷在于，市场的基本因素能够把股价抬到一个很高水平，使人很难在未来获得良好回报。对价位很高的股票，预期的回报会非常低，它们甚至会在多年内保持负增长。这种情况下，股票在那种高水平的价格所产生的回报也许要低于债券。一个投资者如果认同传统逻辑，认为高风险产生高回报，并且在股票价值高估时增仓的话，可能就得降低对回报的期望，而不是更加寄予厚望。这个投资者在增加风险的同时，实际也在减少他未来几年的预期回报。

股票确实比债券更具风险。历史和理性市场的运转显示，从长期来看，股票应该比债券的回报高。但是，取决于市场评估，股票中的风险程度极不相同。当评估——其表现为价格——很高的时候，股票的风险最大。这是下跌和亏损最具可能的时候。

越高的风险越有可能导致失败，除非注重风险管理。再重申一遍，风险并不是一个旋钮，转一下就能有更高的回报。转一下旋钮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会迎来更多的风险，它并不推动回报。在过去几十年间，现代投资组合理论颠倒了过来，投资者们被引导着去相信高回报必定来自于高风险。但是，回报是投资者因为承担风险而要求的报酬，风险并不产生回报。

四、关于风险的错误概念

理性的投资者对风险较大的投资所要求的回报通常比对风险较小的投资要高，这个基本的金融概念主宰了很多投资想法，它也是质量较低的债券比质量较高的债券收益更高的原因。但是风险与报酬的关系并不总是如许多人以为的那样直接。通用汽车的杰克•韦尔奇或者巴菲特他们获得了高于平均水平的回报是承担了更大的风险吗？许多分析师会说，他们之所以有这样的成就，是因为他们的技巧比别人高明。分析师甚至也许会说，他们成功的一部分原因是因为他们有能力识别出质量特别好的公司，将其纳入自己的投资组合或者公司组合，从而减小了风险。某些追求绝对回报的投资策略，在被认为其风险明显低于整体市场水平的同时，却历经市场周期，产生了较高的回报。

另一个错误的概念是，高风险自动意味着潜在的高报酬。理性投资者会对一项投资的风险进行评估，并把它计入自己预期的回报中。品质较低的债券之所以比高品质的债券收益要高的原因，就在于投资者对于风险更高的债券也要求更高的回报。低品质债券的价格是由理性的投资者决定的，他们不会接受与风险不符的价格。市场的功能就是把可预见的风险和亏损的水平、以及在此基础上所期待的回报结合起来，对资产或者投资的价格和条件进行定位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五、期待的回报和可能有的回报

在金融行业里，“预期回报”是指一个投资者在承担某项投资的风险后，所要求的回报比率。1952 年时，哈瑞·马克维茨(Harry Markowitz)在《金融杂志》(“The journal of Finance”)上发表的现代投资组合理论法则中，提到预期回报“包括对风险的补偿。”

因此，除了无风险国债的收益率，其他的预期回报都包含了“风险补偿”。也就是说，是含亏损的总收益。品质高低不同的债券之间，因为低品质债券的风险更大，对它定价时就要求它能产生更多的利息。例如，一个收益率为 5%的高品质美国国债与一家风险很大的公司所发行的低品质债券相比较。由于亏损的风险更大，投资者应该要求那家公司债券有更高的收益率，比方说，10%。国债一般没有亏损的风险，因而它的预期回报是 5%，最后也会是 5%；而那家公司债券的预期回报则不然，它或许会实现 10%，或许会因为财务问题而达不到那么多。

就一个由大量收益率为 10%的不同公司债券组成的投资组合而言，应该期待它所实现的组合回报少于 10%。由于这些债券的高风险，很可能发生其中某些亏损的情况。因此，在“风险前的预期收益”和“风险后的可能收益”之间，会出现差距。投资者常常会被一项有高收益的投资诱惑，而不去想它在风险后可能的回报。在考虑包括股票在内的资产类别的风险补偿时，理解这一点非常重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

六、评估风险

有许多评估和衡量风险的方法，包括把可能性量化或者为一次亏损定级。投资者运用这些标准去决定投资赔钱的可能性，去评估当投资并不像自己所期望的那样顺利时，他们的亏损会是多少。

风险可以被分为资产类别的整体风险或者个人投资选择时的风险。例如，股市风险从整体上来看，与个股的风险是不同的。理解其中的不同，对管理回报的来源和风险非常重要。

七、绝对概率

可能性只有在统计上有效时才存在。没有证据上的优势，概率也就不过是一个比较好的猜测而已。例如，一项投资完全失败的概率为 10%，那么其结果不是完全成功，就是完全失败。然而，100 次交易全都失败的概率为 10%的话，通常的结果则会是整个投资组合的亏损接近 10%。除非你的投资组合多样化非常成功，不然大多数风险衡量标准是不能够精确评估出你的投资所面临的危险的。

让我们来假设你有一个很好的投资石油的机会，成功的概率是 25%，一旦成功，你的投资将翻 10 倍。你预期的回报会是 250%。另一方面，如果你往由一打风险品种组成的投资组合中投了 12000 美元，预期其中九个会亏损 9000 美元，但剩下三个占了你 3000 美元本金的会给你挣 30000 美元。这 30000 美元的净收益就相当于你投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资的那 12000 美元的 250%的回报。

另一方面，如果你把 12000 美元全部投入一个项目，概率和预期回报都和前面一样，那结果就是二元的——不是成功，就是失败。如果成功了，你的回报就是百分之 1000；如果失败了，你的亏损就是百分之百。统计概率也许是一样的，但是风险和回报的大体情况则有很大差别。这是多样化的强势和好处之一。

八、短期和长期

对于一只你今天买进的股票来说，它的风险可以用明天(或者无论哪天你卖出时)亏损的概率和多少来表达。有些人认为只要不兑现，那么亏损就算不上是笔亏损。因此，许多人评估风险的依据是收支的绝对平衡点。短期来看，在几天甚至两三年内，收支平衡点可以被当作评估风险的依据。然而，如果时间更久一点话，风险则还有另外的意义。

图 5.1 反映了自 1900 年以来，标准普尔 500 指数在每一个 10 年期间的除去交易成本后的总体净收益率。从 1900～1909 年这一期算起到 1995～2004 年为止，有 9 个 10 年和另一个 5 年。市场专家的统计数字足以使你安心。这个统计数字说，自 1900 年后，投资者总共才亏损过三次，而自 1941 年以后，则一次也没亏过。因此，这些专家认为，长期来看，股市的风险非常小。

他们的论调忽略了两个时间越长其作用会越大的重要因素：通货膨胀和负债。资金代表着购买力，如果投资历经 10 年只是收支平衡，那么为了预期回报而投入的最初那笔资金在通货膨胀之后，所收回的就只有一小部分当初的购买力了。短期内，这种影响微不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

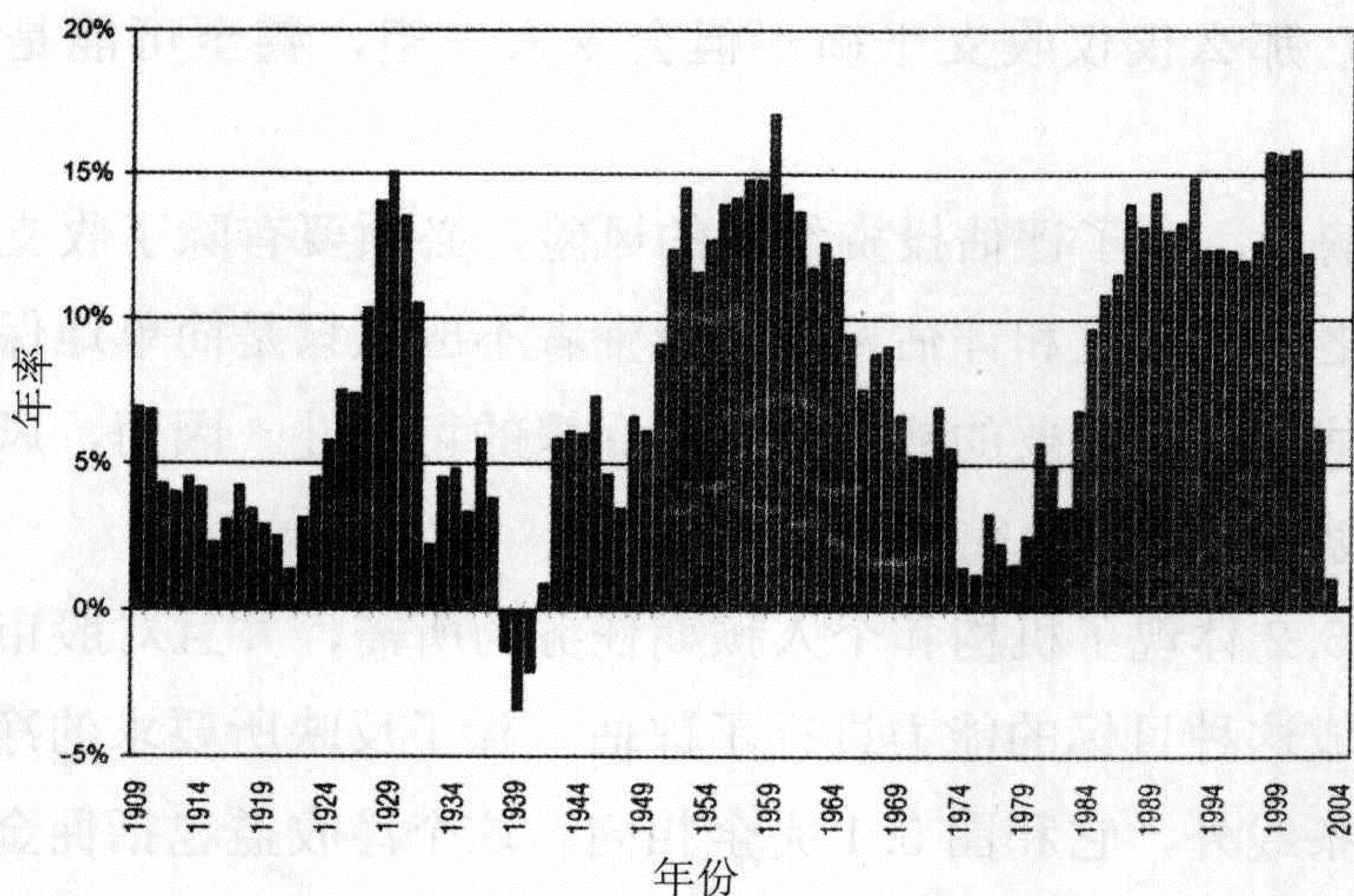


图 5.1 标准普尔 500 指数：10 年收益，股票市场 10 年收益
(包括股息和交易成本净值)

足道，但是长期来看，通货膨胀就发挥影响了。10 年的时间，就通货膨胀率的历史平均数据 3.5%来算，价值 1 美元的会涨到 1.41 美元。如果你的投资在这一期间收支平衡，那么你就会有几乎 30%的亏空。在某些情况下，成本的增长率要比通货膨胀率更高。这对机构和个人都适用。

机构，包括养老基金和捐赠基金，都有要求从他们的投资组合中获取回报的债务。个人为了完成退休目标或者家庭责任，对预期回报也有一定的要求。如果这项投资在 10 年或者 20 年后的回报是收支平衡，那么对机构或者个人来说，就没有避开亏损的风险，风险的作用表现在他们的预期回报没有实现。尽管投资也许没有亏钱，但是负债在增长，当资不抵债时，机构或者个人就可能破产。

例如，如果一个养老基金的资产有 1 亿美元，并且被要求负债经营 10 年后达到 2 亿，那么它的年收益率就要达到 7.2%。同样，如果某个人有一个 10 年的退休计划或者上学计划，对回报有一定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的期待，那么仅仅收支平衡不但会令人失望，甚至可能是灾难性的。

很清楚，为了评估投资组合的风险，必须要有除了收支平衡这一依据之外的衡量和评估标准。投资者不应该只是简单地保本，还应该评估完成所需要的或者预期的回报的可能性。因而，风险就表现为计划的任务能否完成的不确定性。

图 5.2 体现了机构和个人预期任务的所需，并且对股市在上个世纪完成这种目标的能力进行了评估。除了反映所要求的净收益为7%的那条线外，它和图 5.1 完全相同。这个净收益包括佣金、买卖报价之间的差距、投资管理费、止损操作、以及其他交易成本，总共每年占 2%。图 5.2 显示了成功完成预期任务的历史概率。

从 1909～2004 年这 95 年，只有 45 年完成或者超过了 7%的收益——47%的成功概率。

而且，那些确实获取了足够收益的 45 年中，有 37 年(82%)间

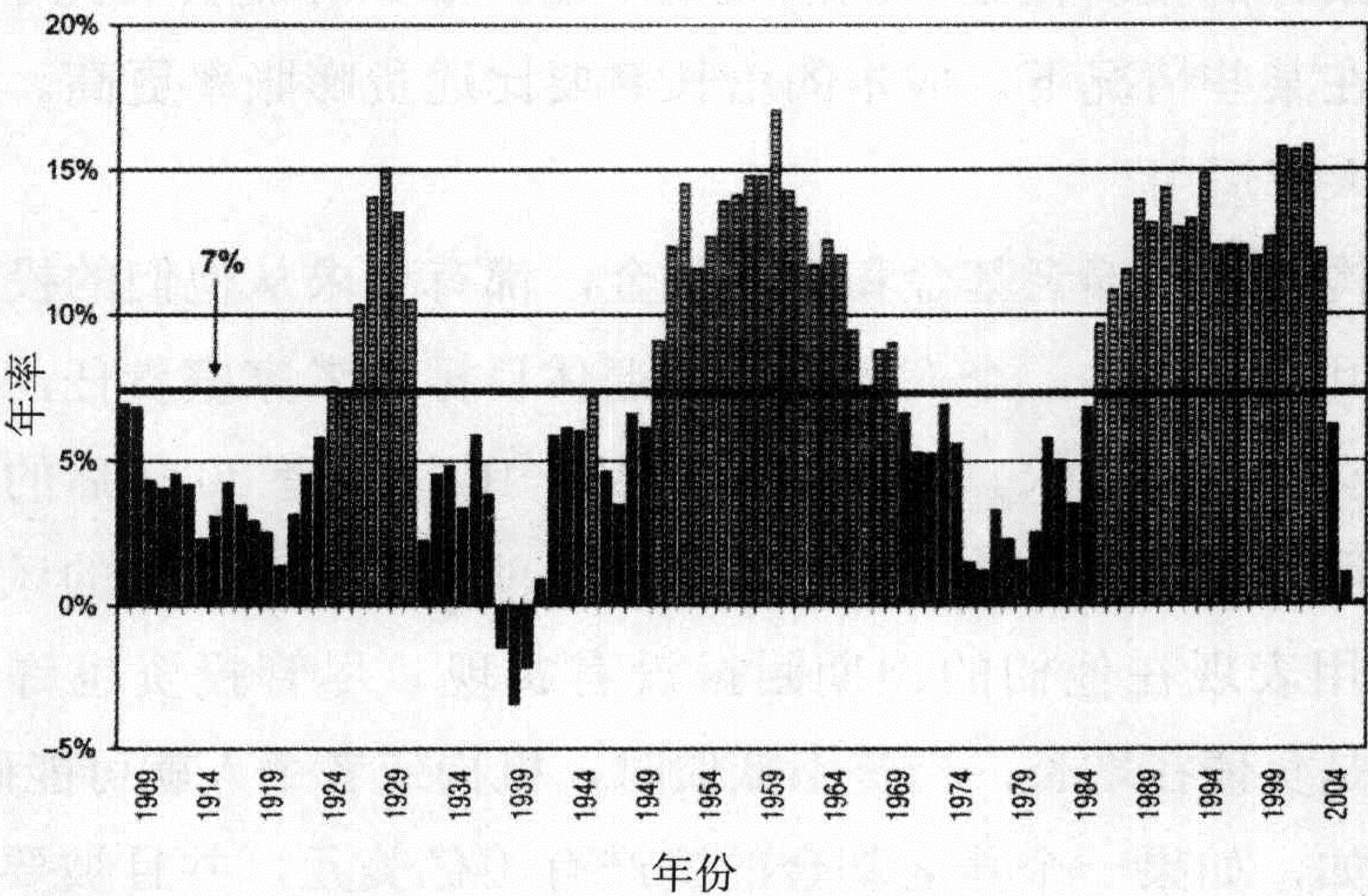


图 5.2　标准普尔 500 指数：10 年期回报 (债务)，10 年期股票市场总收益 (包括股息和交易成本净值)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是市盈率在增长。历史告诉我们，要理性地把 7%的净收益这一预期回报率放入一个股票市场上的投资组合，增长的市盈率几乎就是必须的。否则的话，就是感情用事，忽略了风险。

九、波动小鬼们

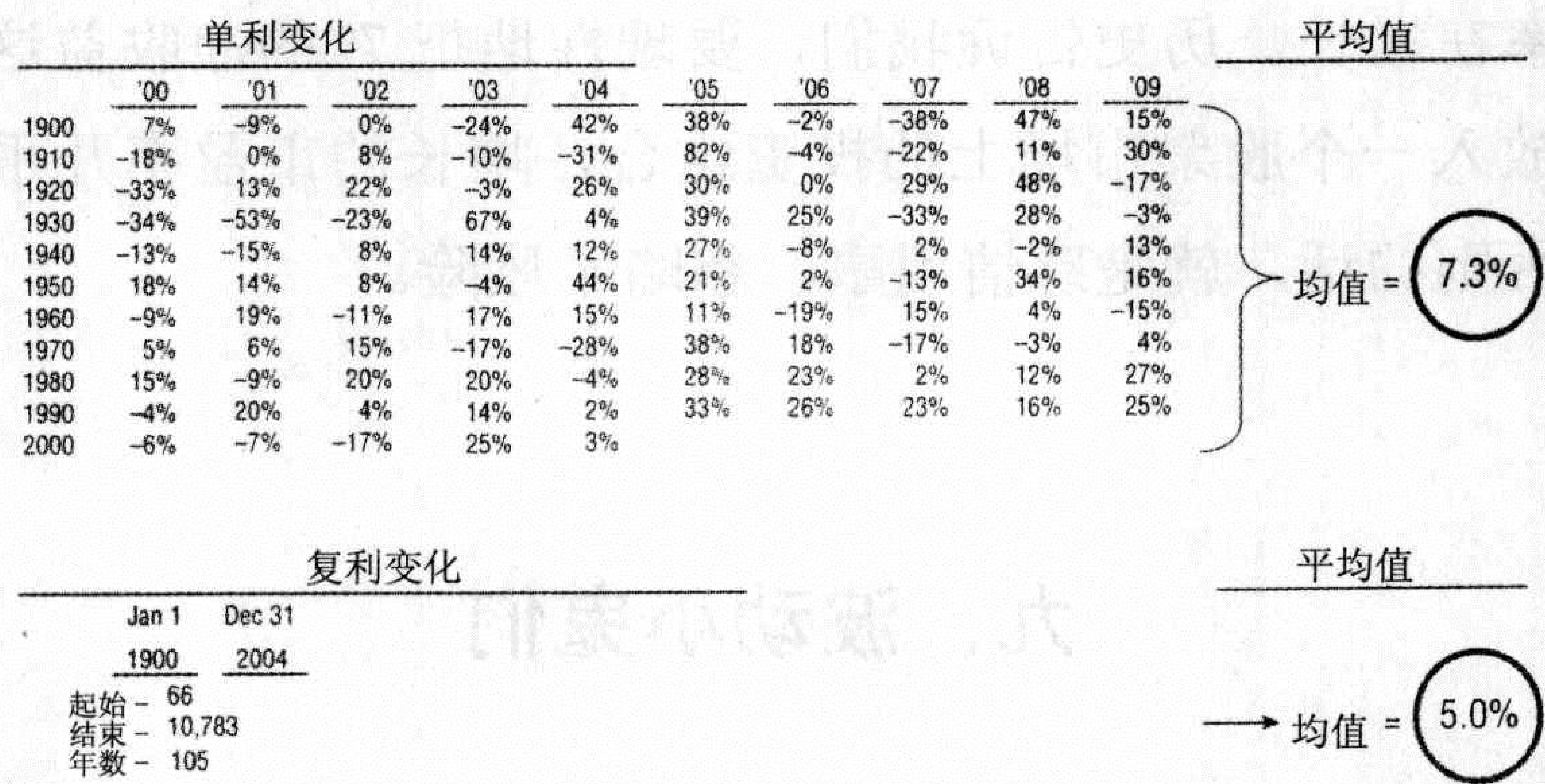
概率和实际亏损之外，许多市场专家用回报的波动性来衡量风险。最常用的是标准偏差，一个反映收益上下范围的统计数据。数据低，表明预计回报会在一个比较小的范围内；数据高，表明回报的范围比较宽。

随着时间的过去，这个愈加重要；因为与平均回报相比，波动性会使复利回报减少。而且波动的过程也举足轻重。急剧往下和大起大落的波动会使许多投资者把自己的股票脱手。这种结果就是，投资者经历了下跌，但是却无法经历复苏了。还有，重大的波动常常被借以表明该股质量一向优良的平均收益，是投资者无法使用的。投资者能使用的只有复利收益。两者之间的区别很重要，这种差别在下面的例子中会更明显。

简单回报是一系列数字的算术平均值。例如，10%和 20%的简单平均数是 15%。 复利回报则是一个反映了一系列回报累积效果的年百分比。如果一项投资增长了 10%，然后又增长了 20%，那么它的累计增长就是 32%。这个结果大于 10%和 20%的简单总和，就是因为是按复利计算的。不过，要在两年增长到 32%，其复利平均值则是 14.9%，略少于简单平均的 15%。

图 5.3 中，在 1900 年至 2004 年间，股市的单利平均变化是 7.3%；而同一时期，更加真实地反映了实际年回报率的复利变化只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



单利变化

	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09
1900	7%	-9%	0%	-24%	42%	38%	-2%	-38%	47%	15%
1910	-18%	0%	8%	-10%	-31%	82%	-4%	-22%	11%	30%
1920	-33%	13%	22%	-3%	26%	30%	0%	29%	48%	-17%
1930	-34%	-53%	-23%	67%	4%	39%	25%	-33%	28%	-3%
1940	-13%	-15%	8%	14%	12%	27%	-8%	2%	-2%	13%
1950	18%	14%	8%	-4%	44%	21%	2%	-13%	34%	16%
1960	-9%	19%	-11%	17%	15%	11%	-19%	15%	4%	-15%
1970	5%	6%	15%	-17%	-28%	38%	18%	-17%	-3%	4%
1980	15%	-9%	20%	20%	-4%	28%	23%	2%	12%	27%
1990	-4%	20%	4%	14%	2%	33%	26%	23%	16%	25%
2000	-6%	-7%	-17%	25%	3%					

版权 2003-2005：Crestmont Research (www.CrestmontResearch.com)

图 5.3 波动小鬼对复利回报的作用

有 5%。尽管由于那段期间的股息总的来说多过交易费用，收益整体上要略高些，但是单利回报和复利回报之间的差距却是巨大的。

不算股息、交易费、还有税的话，7.3%的单利平均变化给人一种幻觉，觉得你在 1900 年投资的 1000 美元，到了 2004 年底就会有 1632942 美元(1000 美元以每年 7.3%的收益率复利投资，经过 105 年后就是 1632942 美元)了。然而，一位股市的投资者在那个期间的净得实际是 167833 美元，因为这 105 年的平均复利回报率是 5%。平均回报率和复利回报率有很大的不同。复利回报是那些能够给你的账户产生可以使用的现金的回报。

尽管平均回报率是 7.3%，如果你的投资的复利回报率是 5%，那么最后的效益就会大幅度降低。平均回报和复利回报之间的差别全是因为两种影响，它们叫做“波动小鬼”。这些小鬼能够使你的实际所得减少几乎 90%。

波动小鬼们把平均回报减损到了复利回报，把简单回报减损到了实际回报。围绕平均值的负数和回报的散落正是这些小鬼。它们对实际回报都有各自的重大影响。理解了它们的作用，投资者就能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够领略到波动减少和投资回报持续性提高的好处，从而获得更高的复利回报，体会到更为愉悦更为轻松的投资之旅。

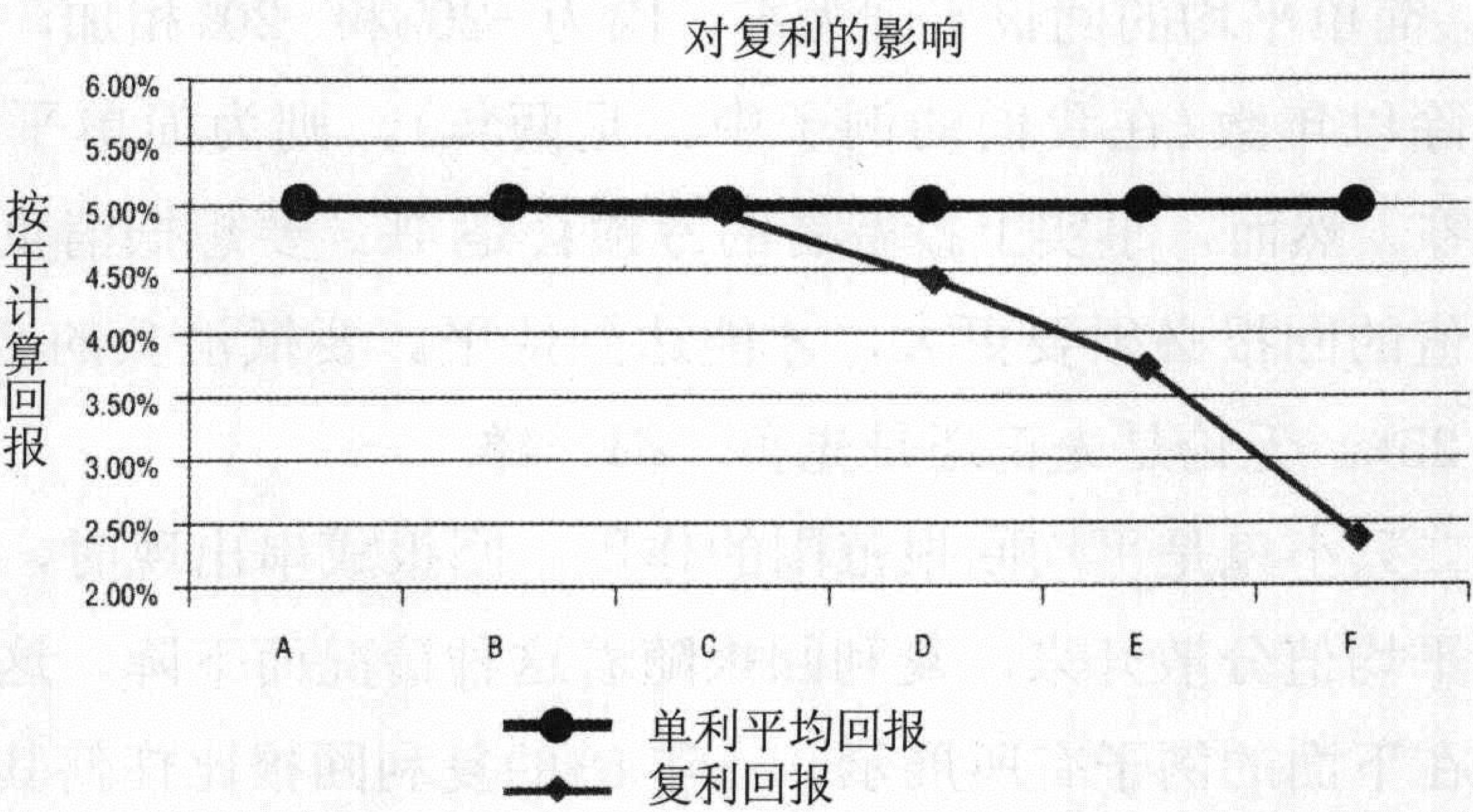
第一只波动小鬼是负数对复利回报的作用。为了说明这个作用，假设有这么一项投资，历经两年。第一年收益 20%，第二年亏损 20%。简单平均的回报率则为零，因为 +20%和 -20%相加，总和为零。零除以年数(在我们的例子中，是两年)，则为简单平均回报率，即零。然而，事实上投资者的亏损会是 4%。要想抵消负值的亏损，正值的回报必须要更大，才能达到持平。要抵消负的 20%，就要正的 25%。无论是先正还是先负，都一样。

第二只小鬼是平均回报范围的作用。回报成串出现时，变得越来越从平均值分散开来，复利回报随着这种情况而下降。这第二种影响力在下面的例子有所展示。三年 5%的复利回报比任何其他平均为 5%的回报都要高。图 5.4 说明了这种数学现象。如果你连续三年每年都有 5%的回报，那么你的单利平均回报率就是 5%，你的复利回报也是 5%。然而，如果你第一年是 6%，第二年是 5%，第三年是 4%，那么你的单利回报仍然是 5%，可复利回报就下降到了 4.997%。尽管这么小的差别看上去无关紧要，但是我们还是来看看它的流毒吧。

回报的波动性越大，复利回报下降得就越多。假设这么一种情况，你第一年的收益是 9%，第二年是 5%，第三年是 1%。你的单利平均回报仍然是 5%，但是你的复利回报，也就是使你有钱花的那个回报，却是 4.949%。股市的实际波动仍然比较大，而复利回报受到的影响则更大。要记住，股市有一半时间在 32%，也就是 +16%和 -16%的区域之外。随着分散得越来越大，第二只波动小鬼的作用力也就越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	案例 A	案例 B	案例 C	案例 D	案例 E	案例 F
第 1 年	5.0%	4.0%	9.0%	15.0%	25.0%	30.0%
第 2 年	5.0%	5.0%	5.0%	-10.0%	-15.0%	-25.0%
第 3 年	5.0%	6.0%	1.0%	10.0%	5.0%	10.0%
单利平均回报	5.000%	5.000%	5.000%	5.000%	5.000%	5.000%
复利回报	5.000%	4.997%	4.949%	4.419%	3.714%	2.361%



版权 2004：Crestmont Research (www.CrestmontResearch.com)

图 5.4　波动小鬼的作用：散布和负数

十、投资组合管理

如果投资组合管理的第一条定律是多样化，那为什么大多数投资者还总是把风险集中起来呢？许多投资者认为，一个由很多股票和债券的投资组合就是多样化的。那种办法在现代投资组合理论(MPT)中可以找到依据。但是当现代投资组合理论应用不当时，它不仅提供不了通往安全投资的途径，而且还会把脆弱的投资者丢给巨大的风险。

哈瑞·马克维茨(Harry Markowitz)在 50 年代初提出的现代投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资组合理论有一条中心定律，即多样化可以剔除那些无关回报的风险，而保留那些可以相关的。这些理念通俗易懂，令人耳目一新。在此基础上，威廉·夏普(William F. Sharpe)后来又进一步发展出了资本资产定价模型(CAPM)。每一项投资都携带两种截然不同的风险。一个是身处市场的风险，夏普将其称之为“系统风险”。这个风险，后来被称为“贝塔”(beta)，是无法用多样化排除在外的。另外一种是“非系统风险”，是专门针对公司财务的。由于这种不确定性可以通过适当的多样化来减小，所以夏普推断，一个投资组合的预期回报完全取决于它的贝塔系数，即它和整个市场的关系。CAPM能够帮助衡量投资组合的风险，以及投资者承担这个风险所能期望的回报。

MPT和CAPM结合起来已经在过去的几十年中成为组建投资组合的不二法则。根据投资者的风险状况，组合配置跨越了不同的投资品种。几十年前，除了股票和债券，鲜有其他投资品种。因此，投资组合是从一个非常有限的色调里建立起来的。MPT和CAPM是开创性理念，它们帮助投资者和理财者组建起包含股票和债券的多样化组合，而不再是集中组合。

正如听起来的那么简单——而且这些概念在如今的投资领域内已经宛如本能，夏普先生断定，市场风险是唯一一种能使承担它的投资者受惠的风险。由于与个体公司相关的风险是可以被多样化分解掉的，因此回报来源于系统市场风险。投资者也许听过这个理论的另外一种表达：“80%到90%的回报来源于参与市场，只有一小部分来源于选股。”实际上，如果投资者按照理论上那样多样化了，CAPM的表明，那么回报就应该100%来源于市场。因此，在MPT和CAPM下建立的有效多样化组合，它为投资者提供的回报应该与市场回报一致。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些原则也都适用于股票和债券。一个股票的多样化组合所获取的回报应与整个股市的回报一致。当个体公司的风险被多样化分解时，纯粹的股市风险仍然存在，因而这个组合会随着股市而波动。主宰股市回报的是收益、增长、还有价值变化(衡量方式是用价格除以收益的比率，即市盈率)。如果市盈率增长，那么股市回报总体上就会高，因为市盈率把收益上涨的作用成倍增加了。如果市盈率下降，那么股市回报就会很低，甚至为负数，因为一般来说，下降的市盈率把收益上涨的好处都抵消了。

例如，假设一只股票的卖出价是 15 美元，它的每股收益是 1 美元。那么它的市盈率就是 15(15 美元除以 1 美元)。如果收益增长了 5%，到了 1.05 美元，而市盈率保持不变，那么它的价格就会涨到 15.75 美元，因为股票价格等于每股收益乘以市盈率。然而，如果在每股收益到了 1.05 美元的情况下，市盈率也升高到了 20，那么该股价格就会是 21 美元，相对于最初的 15 美元，涨幅为 40%。因此，大约有八分之一(5%)的回报来源于每股收益那 5%的增长和市盈率提高所带来的影响。但是，如果在每股收益到了 1.05 美元时，市盈率下降到了 10，那么该股价格就会是 10.50 美元。即使它的收益增长了 5%，投资者也还是会亏损 30%。正如你能看见的那样，市盈率的变化所产生的作用能够对股票价格和投资者的收益产生重大影响。

就债券而言，当个体公司风险被多样化分解掉后，投资组合就和债券市场的波动保持一致，而后者很大程度上受利率波动的支配。正如许多投资者所经历过的，当利率下降时，债券的价值上涨；同样，上涨的利率也会引起债券价值下跌。所以，如果利率下降，债券价值的上涨就弥补了债券组合的收益；如果利率上涨，债券价格的下跌就抵消了该组合的一部分收益，使整体回报下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，对于一个投资组合来说，如果它的60%是股票多样组合，30%是债券多样组合，10%是其他投资品种，那么就有90%集中在两种风险上：股市风险和债券市场风险。随着时间的推移，这两个市场往往会朝同一个方向波动，它们的风险对投资者来说本质上很类似。

这并不是说 MPT 和 CAPM 的理论站不住脚，只是这些理论的应用并没有随着金融市场的复杂化而推进。马克维茨在 1952 年出版的现代投资组合理论(MPT)中，讨论的是“有效证券业绩”这一概念。而在 1952 年，股票和债券在投资领域内独占鳌头，你所能做到的多样化也就是在这两个品种之间组合。

在 80 年代前，共同基金并不常见，60 年代只有不超过 300 个，可今天已经超过 10000 个了。而且，投资选择和有效证券在过去的 20 年间得到了大力发展。现在有以资产背景的证券、外汇、房地产、期权、各种各样的商品期货、投资信托基金、对冲基金、保值债券，等等。

大多数投资者只记住了过去 20 年的市场风险和市场状况。那段时间里，股票和债券的趋势年年向好，暂时的下跌一向是投资者买进的好时机。然而，经历了 70 年代以及更早时期的那些伤痕累累的投资者却明白，股票和债券的市场风险并不总是这样的宽宏大度。市盈率，这一股票的驱动力再次处于历史高位，而债券的驱动力利率也接近近期的历史低点。鉴于传统的资产类别所处的位置，对于股票和债券来说，可能风险要大过收益。

尤金·法玛(Eugene Fama)的“有效市场假说”(EMH)在金融界已经体现了。这个假设也许不像 MPT 和 CAPM 那样严格和具有独创性，但极为重要。与其说金融市场是一个过程，不如说是一种条件。换句话说，随着时间的流逝，当市场试图找到正确的价格时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它们并不总是拥有所有的信息。现在许多不同的投资品种，例如对冲基金，都是从错误的定价和低效中获利，并且以这种方式为市场的效率做出了贡献。

回到马克维茨的理论上来。投资组合多样化的应用对象是风险，而不是证券。除了对投资的不同品种不熟悉以外，还有其他什么能够解释投资者在有那么多选择的时候，还为什么仍然把他们的投资集中在两种如此相似的风险上呢？

十一、阶段前期：你的假想

相对回报这一投资理念很大程度上建立在三个理论的基础上：马克维茨的现代投资组合理论(MPT)，尤金·法玛的有效市场假说(EMH)，和夏普的资产定价模型(CAPM)。简单地说，MPT 解释了厌恶风险的投资者应该如何在已有的市场风险水平上组合自己的投资以把预期回报最大化。EMH 假定证券的价格反映了所有的已知信息，使投资者避免选择那些价格不符的证券。CAPM 为组建报酬和风险最佳组合的投资提供了一个框架。

MPT、EMH 和 CAPM 对许多世界上最大的机构投资者的想法具有深远的影响，也正该如此。它们在风险、市场效率、投资理论、和投资组合等方面提供了宝贵的视角。MPT 和 CAPM 最直接地作用于投资管理和组建投资。 它们的前提是理性的投资者以及有效的市场。它们也依赖运用者去决定未来回报的合理假设。就如马克维茨在1952 年《金融杂志》发表的“组合理论”那篇文章中所说的：“选择一个组合的过程可以分成两个阶段。第一个阶段以观察和经验开始，以对可用证券未来业绩的信念告终。第二阶段以关于未来业绩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的有关信念开始，以组合的选择告终。”

马克维茨强调 MPT 依靠运用者去识别可用的证券，并且得出对它们未来业绩的预期。如果市场对一项资产的评估相对较高，那么对它在一段时间内的表现，期望就要低于平均值。对那种资产类别，MPT 要求它的前提中包括低于平均水平的回报。如果假设的是平均回报，那么 MPT 的结论就会有偏斜。评估未来收益向来深具挑战性，但是太多的投资者依赖于平均历史回报，而不是把未来回报建立在现有的评估上。特别是当环境倾向于低于平均水平的回报时，投资者常常会低估自己的投资组合所处的风险水平。

十二、结论：提请投资者注意

推断潜在投资内在的风险，评估收益的潜力，做出理性谨慎的决断。回避那些不可接受的风险，使你的投资组合处于不断获利的位置。

无论你用的是相对回报投资的传统方法还是全靠技巧投资的激进方式，风险都是你的投资组合中必不可少的一部分。机智的投资者明白他们的风险和基本前提，采取更为就事论事的方式投资，减少或者对冲掉那些不想要或者不希望有的风险。

投资者总是惊讶地承受着那些意料之外或者非故意的风险造成的亏损。一个构建合理的投资组合就像一盘运营良好的生意，对自己的脆弱部位加以保护，随着不断变化的环境而调整自己。

风险在变成亏损时，就削弱了过去或者未来业绩的价值。亏损的能量要超过获利的能量，总是需要更大的获利才能弥补增长的亏损。随着风险和回报的不确定性的增长，被爱因斯坦称之为世界第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

八大奇迹的复利，力量也会减弱。

要小心那些对长期没有亏损的投资而大加赞赏的专家。通货膨胀和金融债务日渐上涨，这种状况要求用所获取的实实在在的回报来衡量成功与否。长期简单持平，其中有很多风险。

最重要的是，要记住马克维茨那获得了诺贝尔奖的现代投资组合理论的第一条定理：期望是你自己的事情。要确定随着你发展、构造、多样化组建自己的投资组合时，你的期望对风险有合理并且理性的评估。要记着，普通回报对长期投资来说很难算得上是一个好的期望。

风险是每一种投资都具备的成分，并不是简单的一把通往更高回报的钥匙。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　克服心理偏见

詹姆斯·芒提尔

詹姆斯·芒提尔(James Montier)是以英国伦敦为基地的德累斯顿投资银行的全球产权策略专家。他是《行为金融学：洞察非理性的心理和市场》(“Behavioural Finance: Insights Into Irrational Minds and Markets”)一书的作者。33岁时，他已经就我们投资决策过程中的神经及心理动机问题做出了重要成就，分析了大量的书籍、研究、以及实验报告。

詹姆斯是一位训练有素的经济学家，10年以来一直工作在金融市场。他在日本和香港度过很多时间，那儿是熊市训练的极好舞台。他还在一所英国大学教授行为经济学。

——编者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、克服心理偏见

投资其实就是选择和决定。但是许多投资者很少考虑或者根本不考虑他们该如何真正地做出决定。想像一下你收到了一个烤炉。你会打开箱子，把它直接插上电试用吗？(很显然，如果你是男性，答案就是肯定的。只有在实在玩不转时，才会拿起说明书。)当然，谨慎的答案会是不。有一个烤炉和能够做饭了是两件完全不同的事情。总之，我们之所以有这些想法，是因为我们有一个大脑，并且都十分知道该如何用它。

在我们做决定时，大脑里究竟发生了什么？理解我们的大脑是如何工作的，这一点对理解我们做出的决定至关重要。近年来，认知心理学上最令人兴奋的发现之一就是思维的双重过程理论(dual process theory)。我知道，这听上去挺可怕的，其实并不。它实际上是在说，我们的大脑里镶嵌着两条不同的思维方式。

二、你是史波克还是麦考伊

对于那些星际迷航粉丝来说，也许可以把这两种过程称为麦考伊(McCoy)医生和史波克(Spock)先生。在电视系列剧《星际迷航》(Star Trek)里，麦考伊是个感情用事的地球人，永远让情绪主宰着。相反，史波克(一半地球人一半外星人)却一意压制感情，让理性来做决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

麦考伊的方式似乎建立在系统 X 上。系统 X 本质上是大脑的情感部分。它处理信息的方式是自发的，而且毫不费力。也就是说，甚至在我们清醒地注意到自己的大脑受到某些信息的影响之前，这些信息就已经被系统 X 预先过滤掉了。因此，系统 X 是实际上的缺省选择。系统 X 以一种相关联的方法处理信息。它的判断到时候往往建立在(外表)相似性和相关性的基础上。因为系统 X 对待信息的方式，它能同时处理大量的数据。对于电脑狂来说，它是一个速度极快的并行处理部件。要系统 X 相信某件事情是有效的，它也许只需要有愿望就够了。

系统 C 是大脑的“外星人”部分。要使用它，需要慎重的努力。它在处理信息时，讲究逻辑和有理有据。由于它是逻辑性的，所以一次只能走一步。因此，用计算机术语来说，它是一个缓慢的串行处理部件。要想说服系统 C 相信某件事情是真的，需要逻辑推理和实验证据。表 6.1 提供了大脑中这两种系统不同之处的概要。

大脑工作的这种双重系统办法已经得到了神经学家最近研究成果的支持。他们已经开始用大脑的某个部位去联系某种功能。为了做到这一点，神经学家要求参与实验的人执行一些任务，同时用脑电图(EEG)、正电子发射断层图(PET)、或者后来更常使用的功能磁共振成像(fMRI)对他们进行监测。然后，把这些结论与基础案例进行比较。这些扫描图像之间的差别就标出了大脑被使用的那一部分。

表 6.2 列出了前面大致描述过的那两个系统的一些主要神经联系。关于这些有一件非常重要的事情需要注意：从人类发展的角度来看，系统 X 部件的年龄要大了许多。它们在系统 C 发生联系之前已经进化很长时间了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6.1 思维的两种系统

系统一：经验型 X- 系统 / 反射性的 / 直觉的	系统二：逻辑型 C- 系统 / 反射性的
整体的	分析的
情感的(感觉的)	逻辑的
相关联系的—在相似性和临时关联性的基础上判断	推论的
快速平行进行	缓慢地、循序渐进
实实在在的影像	抽像的影像
变化较慢	随思绪的速度变化
粗略地区分—比较宽泛	区分更为细致
精力地整合—内容专一	更高级的整合—内容互鉴
被动地、前意识地体验	主动地、有意识地体验
自动的、毫不费力的	控制的、努力的
自我证明的：“体验为实”，也可能是愿望为实	需要逻辑和证据来证明

资料来源：Modified from Epstein(1991)

表 6.2 两种思维系统的神经联系

X- 系统	C- 系统
扁挑腺	前扣带皮质
基底神经节	前额叶皮质
外侧颞叶皮质	颞叶内侧

资料来源：DrKW Macro Research

三、情感是首要的

在信息处理过程中，系统 X 之所以会是缺省选择的原因可以用进化来帮助解释。我们对情感的需要远远早于对逻辑的需要。以恐惧为例来解释这一点也许最合适不过了。正如神经学家勒道克斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Joseph LeDoux)所说，恐惧是我们比较能够理解的情感之一。通往恐惧的神经之路看上去有两条。一条是又脏又快的低路(low road)，另一条是谨慎和理性的高路(high road)。它们与思维的两种系统之间的联系应该很明显。

想像你站在一个装着一条蛇的玻璃容器前。蛇立了起来，你感受到了危险，知觉神经接收了信息。从这儿起，两个信号出现了。在低路上，信号被发往系统X(也称之为边缘系统)中的扁桃体和大脑的恐惧和风险中心。扁桃体反应很快，使你往后躲开。

然而，第二个信号(走的是高路)把信息发到感觉皮层，这部分以比较清醒的方式对潜在威胁进行评估。就是这个系统向你指出，在你和蛇之间还有一层玻璃。不过，从生存的观点来看，虚假的肯定总比虚假的否定要好得多。

四、情感：身体还是大脑

许多人往往认为情感是对事件或者动作的清醒反应。就是说，有什么事情发生了，你的大脑对此判断该有什么样的情感反应——或许是悲伤，或许是愤怒，或许是欢乐，或许是其他什么情绪，然后大脑再据此告诉你的身体怎么去行动，比方说流泪、充血、或者呼吸急促。

现代心理学之父威廉•詹姆斯(William James)是最早认为正确的传递关系或许极可能是由身体到大脑的人之一。詹姆斯认为，大脑对情况的评估实在太快了，我们根本没有时间有意识地注意到自己该如何体会。实际情况是，大脑对身体进行勘测，并获取结果(例如皮肤出汗、心跳加速)，然后推断出与身体产生的这些物理现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

象相匹配的情感。

如果你想在自己身上试一试，可以试着配合你想体验的那种情绪做出一个面部表情来。例如，试着微笑。如果你微笑着坐在那儿，把精力集中在笑容上，一般你很快就会开始感觉到一种与笑容有关的积极的情绪了。

心理学家艾普莱(Epley)和季洛维奇(Gilovich)在2001年有过一个富有娱乐性的实验，关于身体对判断的影响。他们请人们评价一下耳机。在评价的时候，要求参与者摇头或者点头。在评估中，那些被要求点头的人比那些被要求摇头的人给出的评价要高多了。

用某个心理学家的话来说，我们都是“暂时性的现实主义者”。也就是说，我们有一种倾向，倾向于信任自己最初的情感反应，“只是后来地、偶尔地、努力地”纠正这种最初的感觉。比方说，当我们的脚趾顶上了石块或者脑袋撞上了屋檐(这在我家经常发生)时，我们就会诅咒那块石头或者屋檐，全然不顾这对避免自己的错误根本不可能有任何帮助。

五、情感：是好？是坏？还是二者都有

无论如何，在我们实际上要做决定时，也许是需要情感的。有这么一群人，他们由于悲剧性的事故或者比较彻底的手术，大脑的情感部分毁坏了。这些人不但没有成为俗称“经济人”的效率机器，事实上许多事例还表明，他们现在根本就没有作决断的能力了。他们无休无止地制定计划，但是却从来没有把其中的任何一个付诸实施。

心理学家贝查拉(Bechara)等人设计了一个实验，以显示缺乏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情感将如何导致这样的人做出糟糕的决定。他们和正常人(大脑的情感中心未受毁坏的人)以及病人(那些大脑的情感部分受到毁坏的人)同时玩一种赌博游戏。每个游戏者的前面都有四堆牌(A、B、C、D)。游戏者都分到了2000美元的贷款，并被告知此游戏的目标是尽量赚钱，赚得越多越好，同时要避免把贷款赔掉。他们还被告知，每从一堆牌上翻一张，都会产生利润，偶尔也会亏损。每次翻牌的结果都会告诉他们，但是不让他们知道累计的分数。

从A和B抽牌付100美元，从C和D抽只付50美元。有些抽出的牌会让人料想不到地付罚款。持续玩A和B将最终导致整体亏损，玩C和D的结果是整体盈利。

参与者在游戏的不同阶段都在被评估。有四个不同的阶段。第一个阶段，哪一叠都没有亏损(预先惩罚)；第二阶段，参与者报告说他们不知道这个游戏是什么意思，对那一叠叠的牌毫无感觉；第三阶段只存在于正常人中，他们开始说他们有种直觉，A和B的风险似乎更大；而只有到了第四个阶段，(有了概念的)游戏者才能够清楚地说出A和B的风险更大。

表6.3显示了每个阶段的平均轮到次数，和通过每个阶段的游戏者比例。那些没有情感的病人无法产生直觉，在此游戏中过关的人数要少得多。

表6.3 游戏进展

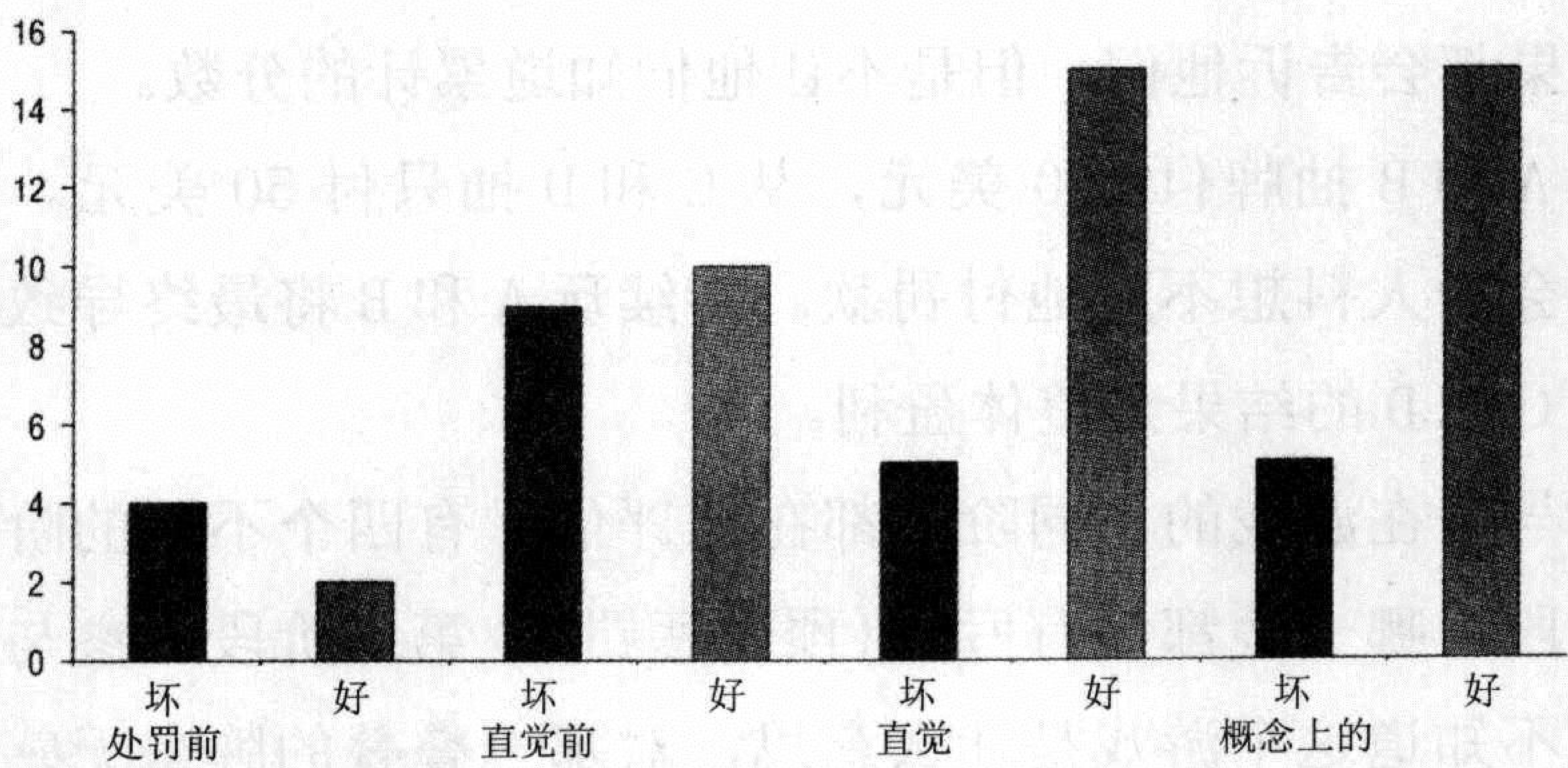
	圈数		生存者比例	
	控制患者	目标患者	控制患者	目标患者
处罚前	0~10	0~10	100	100
直觉前	10~50	9~80	100	100
直觉	50~80		100	
概念上的	80+	80+	70	50

资料来源：Bechara et al.(1997)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

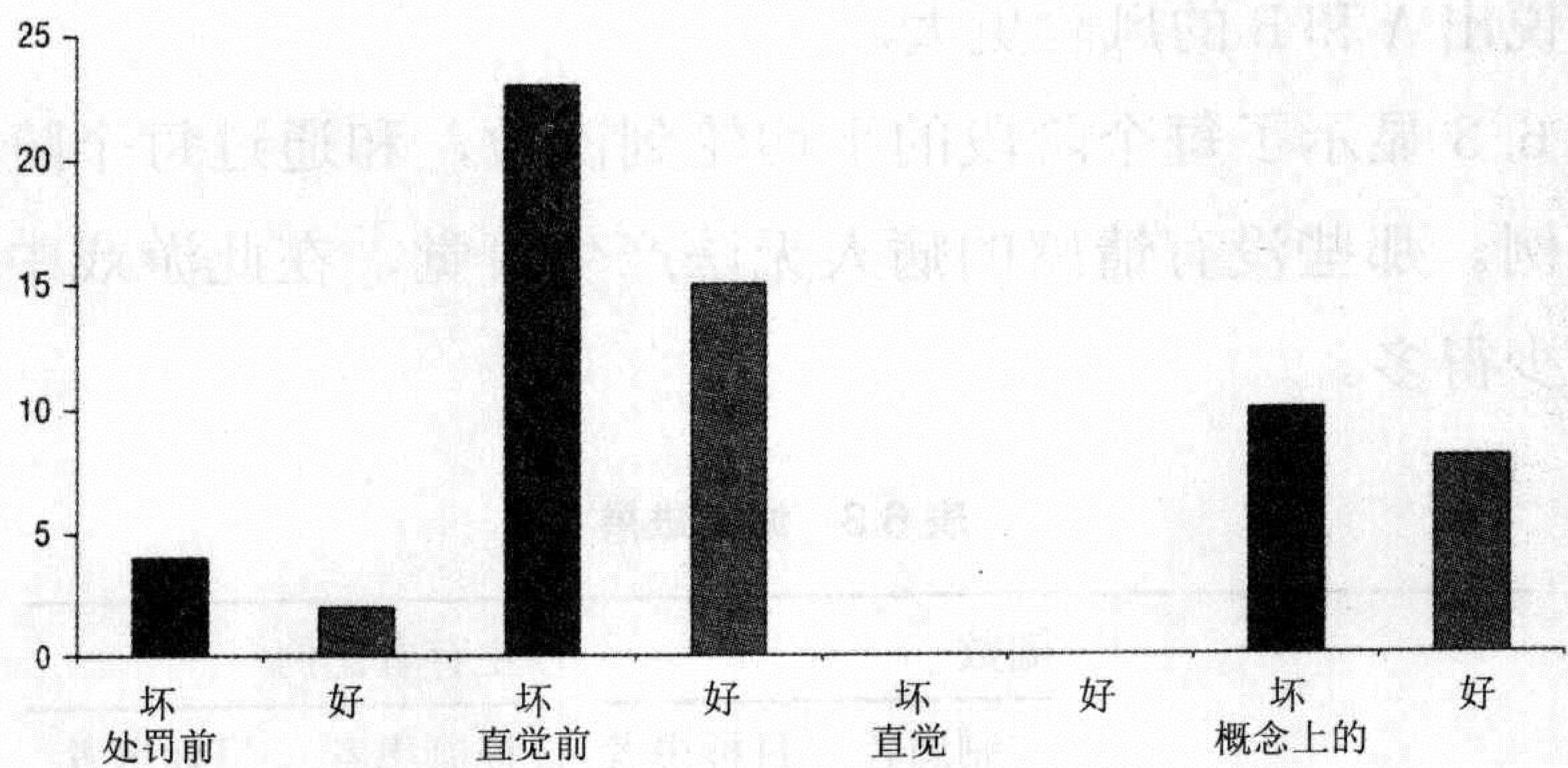
现在把你的眼睛移到图6.1和图6.2。图6.1显示了正常人在每个阶段从A和B(坏的)和C和D(好的)翻出的牌数。在直觉出现前的阶段，他们已经略微偏向那些好的牌堆了。在直觉阶段，他们很清楚地表现出偏爱好的牌堆。

现在再看看病人的表现(图6.2)。在直觉前的阶段，他们总是



资料来源：Bechara et al.(1997)

图6.1 从坏的和好的牌堆抽出的平均牌数：控制患者



资料来源：Bechara et al.(1997)

图6.2 从坏的和好的牌堆抽出的平均牌数：目标患者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择坏的牌堆。正如已经强调过的，他们没有直觉阶段。而且可能最怪异的是，即使当他们清楚地说出 A 和 B 是不好的选择时，他们仍然还从那些牌堆里继续抽出了更多的牌，而不是从 C 和 D 里！所以，尽管从概念上“知道”正确的答案，但是缺乏感受情感的能力还是严重妨碍了他们的表现。

类似的游戏也可以被用来显示，即使没有情感联系，情感也能使人们受阻。贝查拉等人安排过一个投资游戏。每个游戏者分到 20 美元。他们必须在游戏的每一轮中做出一个决定：投资 1 美元，还是不投资。如果决定不投资，那就等下一轮。如果决定投资，游戏者就把 1 美元交给做实验的人。做实验的人然后就会当着游戏者的面抛一块硬币。如果掉下来是正面，那 1 美元游戏者就输掉了；如果掉下来是反面，那么游戏者的账上就会多了 2.50 美元。然后是下一轮。一共有 20 轮。

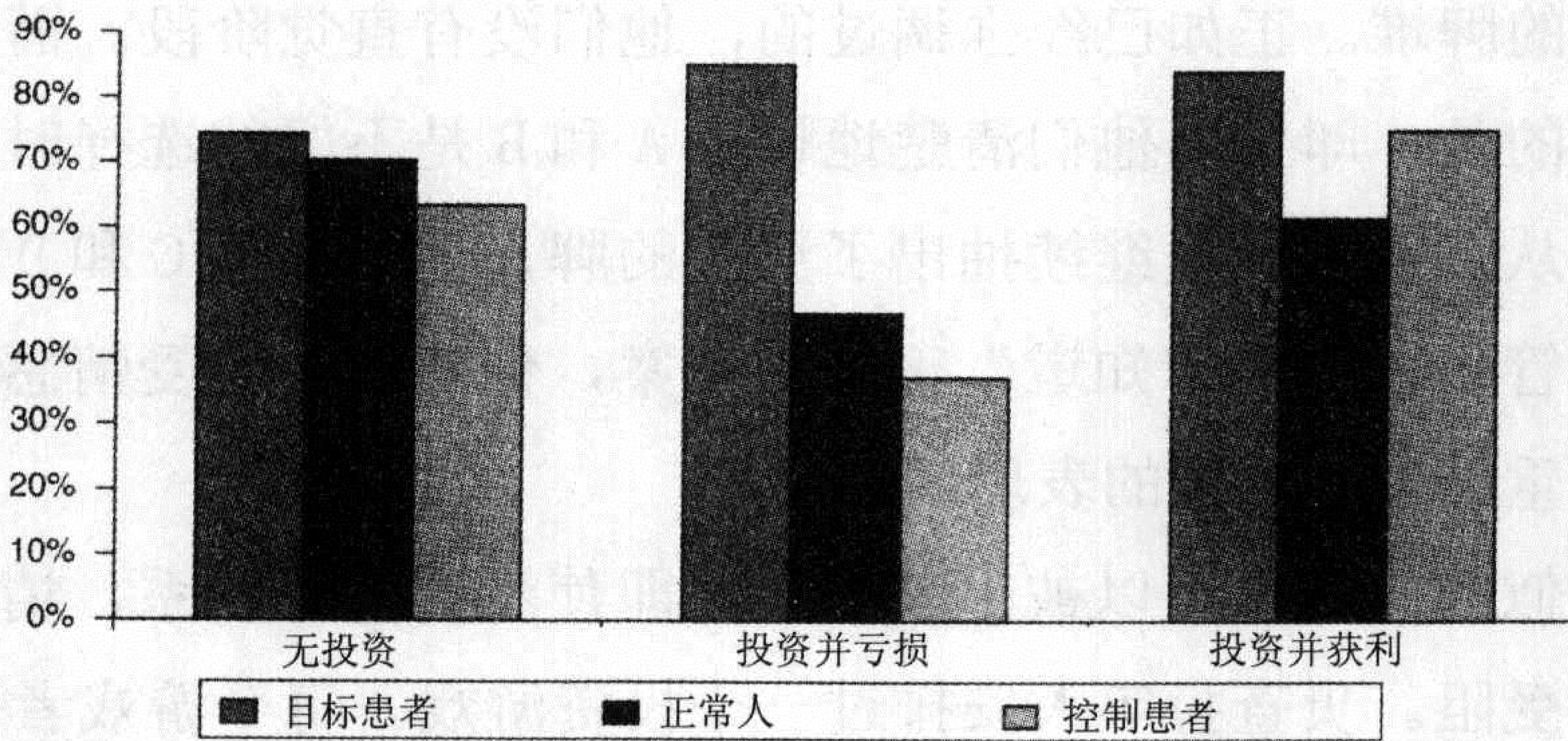
贝查拉等人的这个游戏参与者分三群人：①正常人；②与恐惧相联那部分神经受损的人(目标患者不再能够体会到恐惧)；③另外一些大脑中与恐惧神经无关的其他神经受损者(控制患者)。

实验发现，恐惧神经受损的游戏者有 83.7%的时候选择投资，正常人是 62.7%，控制患者是 60.7%。这个结果是因为大脑对亏损和恐惧的处理吗？图 6.3 显示了在前一轮结果的基础上进行的划分。它显示了投资小组的比例。它很清楚地展示了正常人和控制患者(这些人表现出了更多的恐惧)更倾向于躲避风险，无论他们在前一轮中是输还是赢！

恐惧神经受损的游戏者有 85.2%的时间在上一轮亏损的情况下仍然选择，而正常的游戏者在这种亏损的情况下只有 46.9%的时间选择投资。

贝查拉等人同时还从中找到了一项证据，它说明了学习实际上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



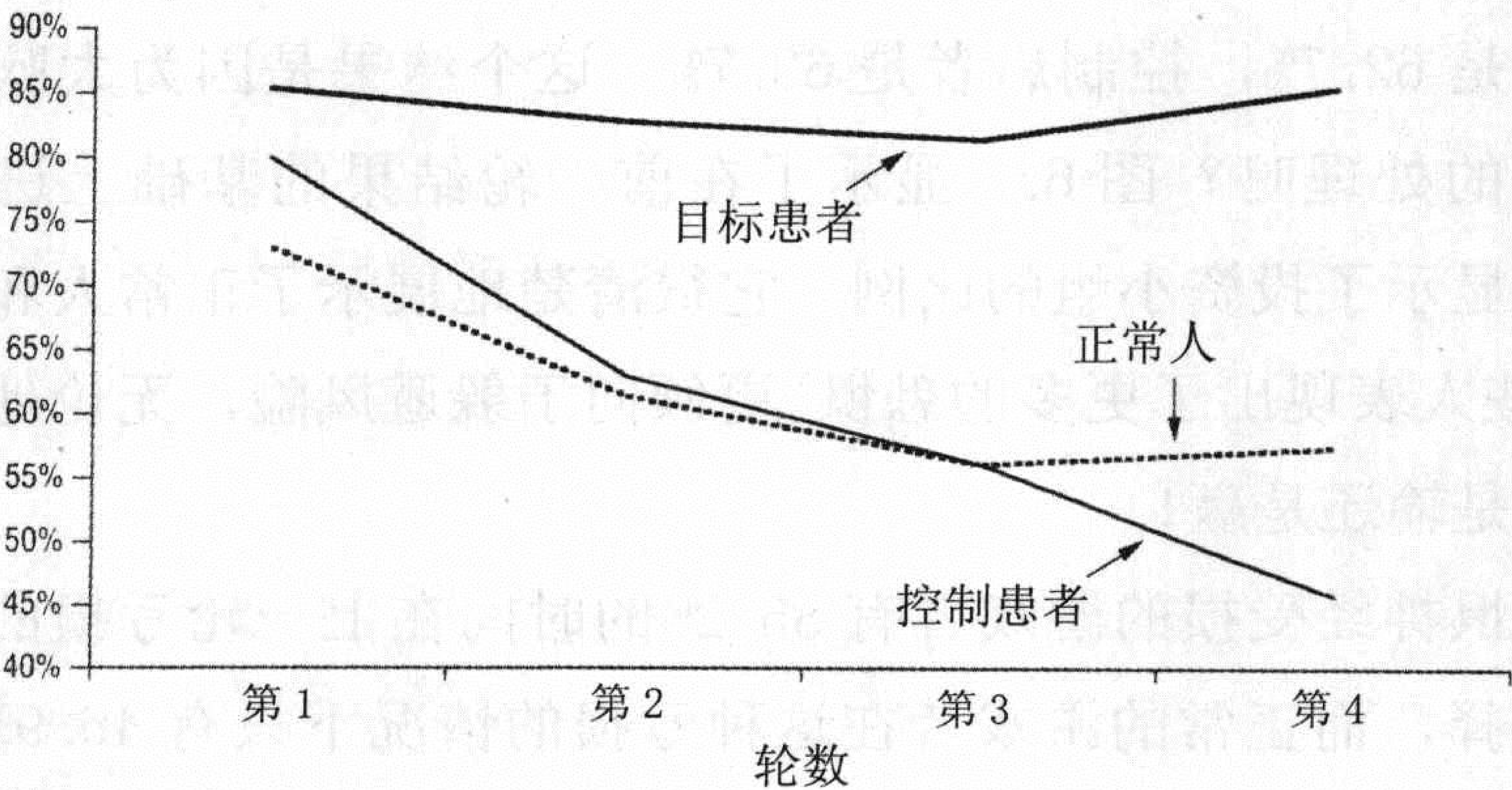
资料来源：Bechara et al.(2004)

图 6.3 按前一轮结果划分的游戏者投资比例

有多困难。正常的游戏者们的游戏状态并没有随着时间变得越来越好，而是变得越来越不好了。（图 6.4）需要明确指出的是，一个理性的游戏者当然应该每一轮都参与。

因此，情感既能帮助我们，也能阻碍我们。没有情感，我们就感觉不到风险；有了情感，我们又无法控制风险引起的恐惧！欢迎进入人类的世界！

心理学家卡美拉（Camerer）等人的理论是，情感的影响要视经



资料来源：Bechara et al.(2004)

图 6.4 每一群每一轮参与投资的游戏者百分比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

验的强度而定：

强度低的时候，其影响很大程度上表现为一种‘顾问’的角色。许多理论都认为，人们面临决定时，会使用情感所携带的信息……强度适中时，人们开始清醒意识到知觉和情感之间的冲突。正是在这一强度适中的阶段，人们开始观察……自我控制的努力……

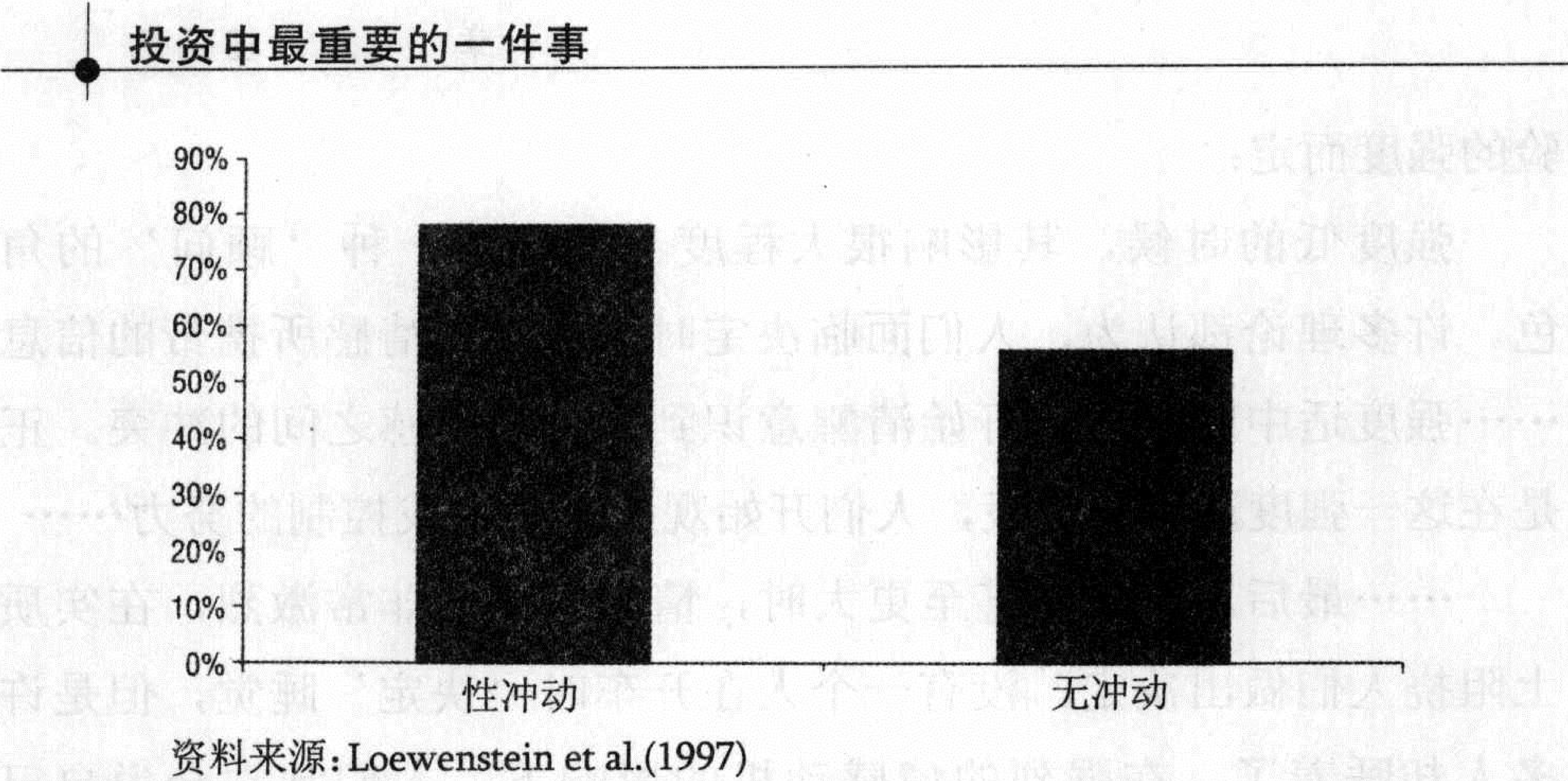
……最后，当强度甚至更大时，情感可能会非常激烈，在实质上阻挠人们做出决定。没有一个人在开车时‘决定’睡觉，但是许多人却睡着了。在强烈的情感动机的影响下，人们常常会说自己“不受控制”……就像瑞塔·卡特(Rita Carter)在《大脑的秘密档案》(Mapping the Mind)一书中所说的，“思维和感情冲突时，后者会赢。这是我们大脑的神经中枢决定的。”

还有一点也值得一提。我们非常不善于捕捉自己在情感影响下的感觉，即心理学所说的“同感的冷热缝隙”。也就是说，当我们放松平静的时候，总是会低估自己在情感激烈时的反应。

例如，心理学家卢温斯坦(Loewenstein)等人给出了一个特定的情景，要一群男性学生说说他们在情绪激烈和平缓的时候分别会有什么程度的欲望行为。所给的场景是这样的，他们带一个在酒吧遇到的女孩回家，而且以前听朋友说过，这个女孩“很容易上”。故事后来的安排是，参与者和这个女孩开始在沙发上进行身体私密部分的接触，他试着脱那女孩的裤子，可这时候女孩却说，她对性交没兴趣。

然后，参与者就被要求回答他们采取以下行为的可能性：①哄骗女孩把衣服脱了；②即使她抗议，可还是强行与她发生关系。图6.5显示了自我鉴定的欲望行为的可能性(被称为1+2的可能性之和)。在没有刺激的状态下，认为自己会有激进性行为的平均可能性为56%；在看了能催发性欲的照片后，这个平均可能性就上升为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：Loewenstein et al.(1997)

图 6.5 刺激状态下强迫行为的可能性

接近80%了。

六、自我控制就像一块肌肉

不幸的是，庞大的心理学研究数据表明，我们利用自我控制来强迫自己的知觉去压倒情感反应的能力是有限的。每一此自我控制的努力都会减少下一次自我控制的力量。

下面是心理学家鲍迈斯特(Baumeister)研究中的一个经典案例。参与者被要求在实验开始前三个小时内不能进食(设置的时间强迫他们只能不吃午饭)。他们到达后，分成了三个小组。

第一个小组被带进一个房间。那儿刚刚烤过饼干，空气里弥漫着新鲜巧克力点心的香味。房间里有一个托盘装着刚出炉的饼干和巧克力点心，另外还有一盘萝卜。这些人被告知，接下来的五分钟内，他们应该尽可能地多吃萝卜，但不许碰那些饼干点心。第二个小组也被带进了一个同样有着这么两个盘自的类似房间，但是他们

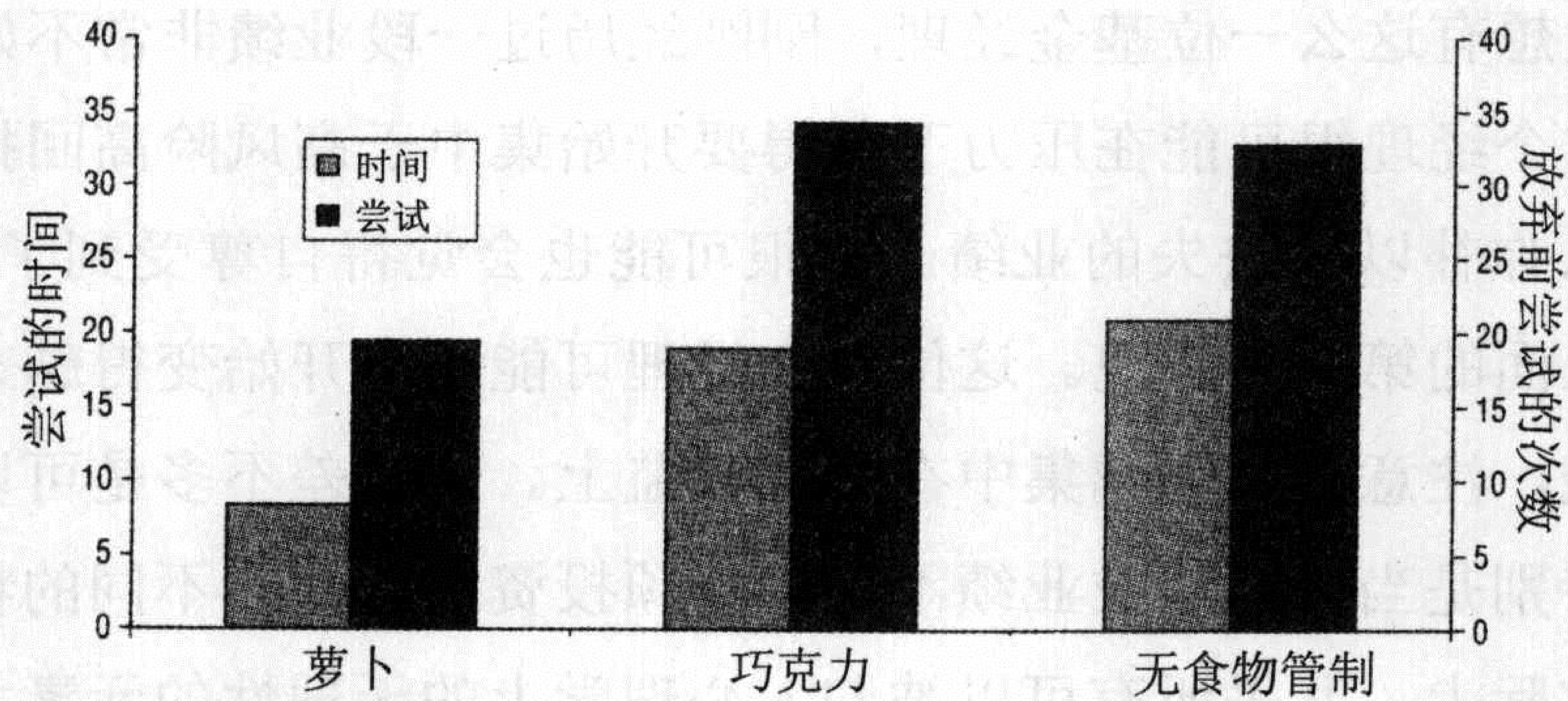
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以吃饼干。第三组被带进了一个空房间。

后来把所有的食物都撤了。然后要参与者们解决一些问题。他们被要求描绘几何图形，但是不能划线或者把笔从纸上拿起来。可惜的是，这些问题根本不可解。然而，参与者在放弃前所花费的时间和所做的努力都被记录了下来。

其结果令人很惊奇。那些吃萝卜(因而花了很大力气自我控制以抵抗饼干的诱惑)的人，比那些吃饼干和什么都没吃的人要提前一半时间放弃，而且他们所做的努力也是最少的(图 6.6)。

鲍迈斯特对总结了他的调查，归纳出以下这些研究重点：



资料来源：Baumeister et al.(1998)[13]

图 6.6 自我控制的能力是逐渐减少的

1. 在情绪压力下，人们倾向于高风险高回报的选择，即使这些选择显而易见很不高明。这看上去是因为无法对事情进行彻底的思考引起的，而导致这种状态的正是情绪压力。

2. 当自尊受到威胁时，人们就变得沮丧，并且开始失去规范自己的能力。尤其是那些自负的人，他们常常在骄傲被打击下很快就沮丧起来，并且急于要证明自己了不起。这种急切的情绪压倒了他们在生活中处事时的正常理性。

3. 许多形式的利己主义行为都需要自我规范。当不能自我规范

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，可能在许多方面都会弄巧成拙，例如，在延期的报酬和眼下的快感之间，选择后者。自我规范所依赖的资源似乎是有限的，比如能力和精力，所以人们只能在有限的范围内规范自己。

4. 做选择和决定也要消耗这同一种资源。当资源耗尽，比如说在做了一系列重要决定后，人就变得很累，精疲力竭，其后的决定也许就会出现重大失误，或者非常愚蠢。

5. 归属感是人类动机的主要特征。当这个需要受到了阻碍，例如人与人之间的拒绝，人们就不知怎么会停止合理的行为。随着拒绝，不理智或者弄巧成拙的行为越来越常见。

当我阅读这几点时，突然想到，它们中有很多也能影响到投资者。设想有这么一位基金经理，刚刚经历过一段业绩非常不好的时期。这个经理很可能在压力下觉得要开始集中于高风险高回报的机会，以弥补以前缺失的业绩。他很可能也会觉得自尊受到了威胁，就像上面的第 2 点所说。这位基金经理可能还会开始变得越来越目光短浅，注意力越来越集中在短期利益上。这些差不多是可以断言的，特别是当以前造成业绩不好的那项投资还有与众不同的特点的话。实际上，几乎所有可以被归入心理学上的无理性的元素大概都会大量出现。

七、作为救星的可塑性

读这些东西可能会令人感到十分沮丧。有了情感，我们就无法控制自己；而没有它们，我们又无法做出决定。看上去我们注定会围着短期利益转，跟着人群跑。如果我们企图抵抗这些诱惑，就要承受以后自我控制能力下降的折磨。情况很不美妙。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，并不都是坏的。许多年来人们都认为大脑细胞的数量是一定的，它们随着时间而衰败。可喜的是，情况并不如此。我们在一生中完全有能力再生新的脑细胞。

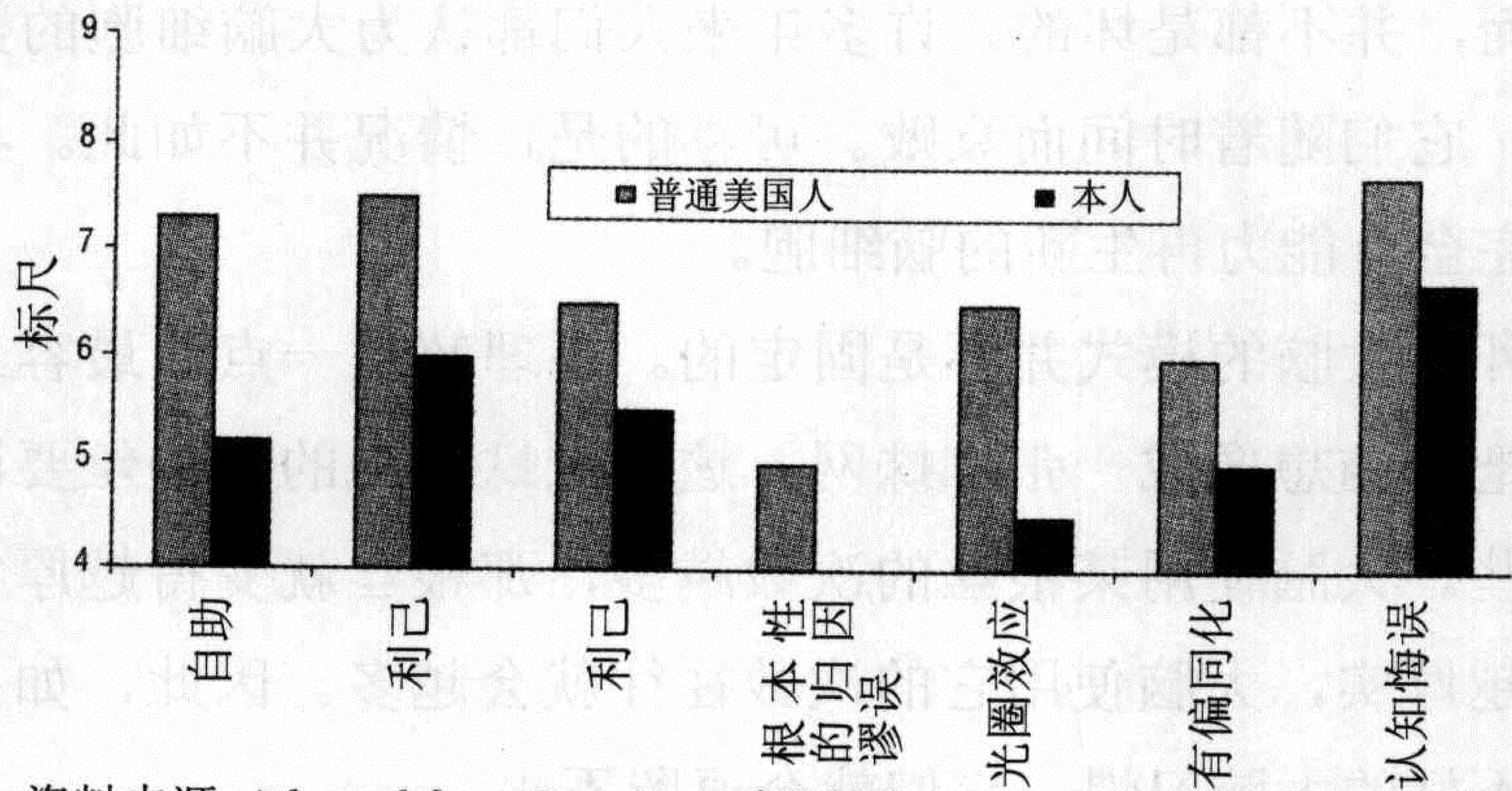
另外，大脑的模式并不是固定的。要理解这一点，最容易的方法就是把大脑想像成一张蜘蛛网。这张蜘蛛网中的某些丝要比其他的厚实些。大脑使用某根丝的次数越多，那根丝就变得越厚实。而那根丝越厚实，大脑使用它的次数往往就会越多。因此，如果我们养成了不好的大脑习惯，它们就会逗留不去。

然而，我们也有能力重新安排这些小路(神经)，这就是大脑学习的方法。对此有一个名称，叫做“可塑性”。我们的命运并不是早已注定的，我们可以学习。但是这并不容易！

也许这条路的第一步是逐渐注意到一个事实，那就是我们都可能要承受心理学称之为“启发法和偏见”(Heuristics and Biases)之苦。启发法，就是允许我们对付信息洪水的经验法则。它们在许多情况下都挺有用，但有时也会使我们误入歧途，远离理性的决定。

当然，我们都喜欢认为自己是不会受到偏见影响的。可实际情况当然是，我们都很可能会在某些时候承受一些大脑犯下的这种错误。例如，心理学家普罗尼(Pronin)等人曾经请一些人用1到9来给自己和其他美国人所持某种偏见的可能性打分。他们还提供了一本小册子，里面有对这些偏见的描述。图6.7显示了结果。在所有的情况下，参与者给自己打的分都比给其他人的低，认为自己比一般人要更加不大可能有那些偏见。综合所有的偏见，普通美国人的平均得分是6.75，而打分者给自己的平均分则是5.31。所有的差别都具有统计意义上的显著性。普罗尼他们把这称之为“偏见盲点”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：Adapted from Pronin et al.(2002)

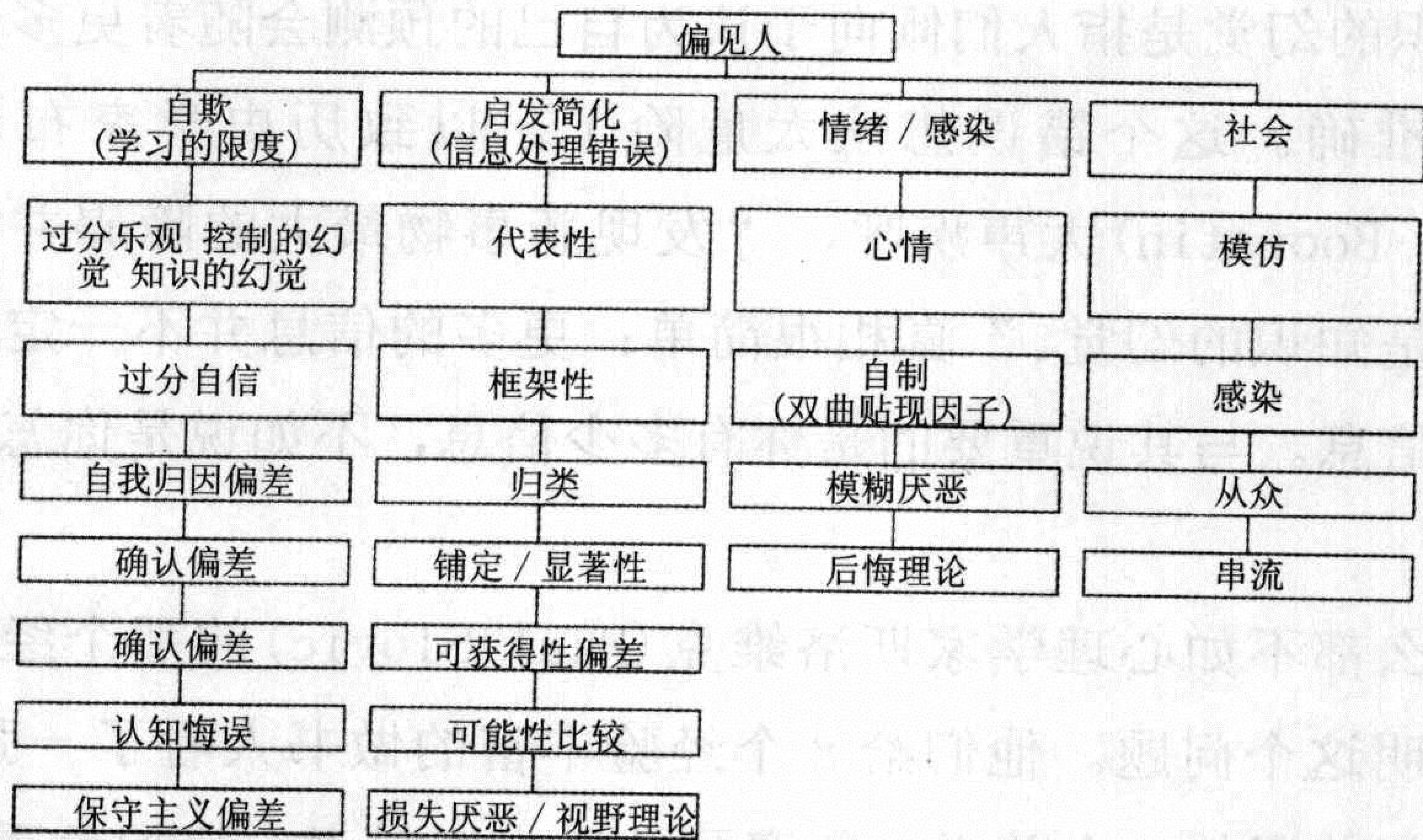
图 6.7 自己和其他人所受偏见的影响

八、我们所面临的偏见

心理学家们用了许多年时间记载和归纳那些我们容易犯的错误，其中一些主要错误出现在各种文化和国家中，具有令人惊奇的普遍性。

心理学家赫斯切勒夫(Hirschileifer)提出，这些错误大部分都可以追溯到四个常见的原因：自我欺骗，启发简化，情绪，和社会的相互影响。图 6.8 试着把主要的偏见进行了分类归纳。它列出了所发现的各式各样偏见中最常见的，还试着重点强调了一下那些对投资有直接影响的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：DrKW Macro Research

图 6.8 偏见的分类

这看上去也许像是一大堆错误，实际上也的确是，然而，为了说明问题，让我们把注意力集中在 10 个最重要的偏见上吧。

> **偏见 1**
>
> 我理解的更为正确，因为我知道的更多。

让我先问你三个问题。第一，你的开车技术要比一般人好吗？第二，你的工作能力是否超过了平均水平？第三，你在恋爱中的表现是否比一般人要好？

迄今为止，我问过这些问题无数次了，可只有一个人回答说他在恋爱上的表现不如一般人。说的更明白些，那人是我的一个同事，而且很显然地在渴求帮助！那么，我为什么要问你这些非常奇怪的问题呢？因为，它们体现了两种我们所遇到的最为常见的偏见：过分乐观和过分自负。过分乐观和过分自负往往来源于控制的幻觉和知识的幻觉。

知识的幻觉：更多的信息并不等于更好的信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知识的幻觉是指人们倾向于认为自己的预测会随着更多的信息而更为准确。这个错误想法太危险了，以致历史学家布尔斯廷(Daniel Boorstin)大声疾呼，“发现新事物最大的障碍并不是疏忽，而是知识的幻觉。”真相很简单：更多的信息并不一定就等于更好的信息。与其说重要的是你有多少信息，不如说是你怎么使用信息。

什么都不如心理学家斯洛维克(Paul Slovic)的那个经典案例更能说明这个问题。他们给 8 个经验丰富的做书人看了一张单子，上面是很普通的一个关于一匹赛马的历史资料表，比如负重、赢的次数、不同条件下的表现等等，一共有 88 种变量。然后他们要每个做书人按照重要性来罗列这些信息。

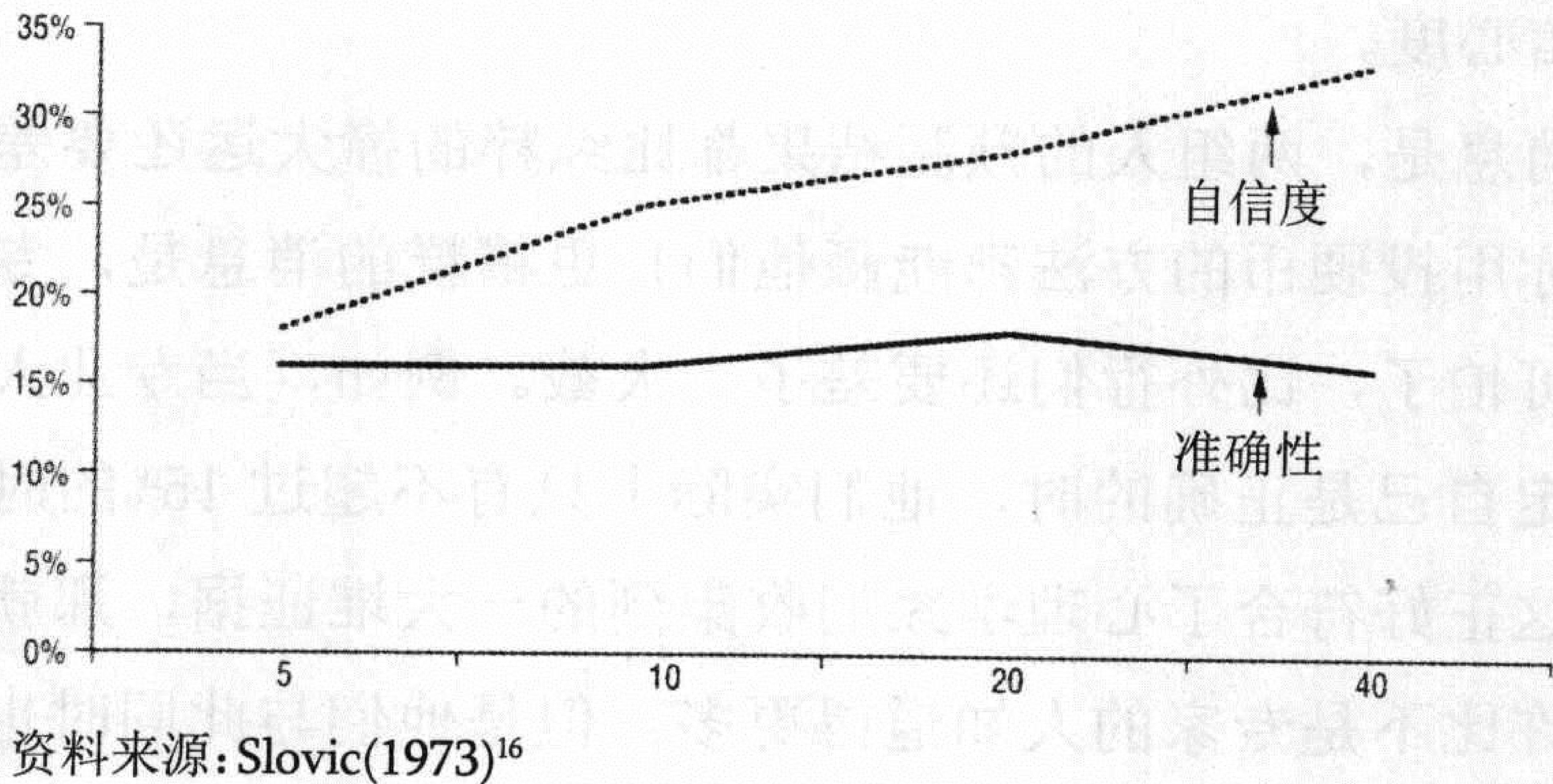
完成这一步后，这些参与者又拿到了 40 场以前比赛的数据，并被要求挑出每一场的前五名赛马。而那些历史资料数据也以依次递增的方式发给了每一个人。5 种、10 种、20 种、40 种，每次都要求他们选出 5 个最重要的。因此，每个参与者对每一场比赛的结果有四次预测——每一组信息都要来一次。对于每次预言，都要求参与者给自己对自己预测的信心打分。

图 6.9 显示了准确度和信心度是如何随着信息量的增多而改变的。准确度基本上是一条平直的线，显然与参与者所掌握信息的多少无关。

但是，看看这些做书人的信心度吧！五种信息的时候，准确度和信心度相当接近。然而，到了 40 种信息时，准确度仍然还在 15%左右，但是信息度却已经飙升到了超过 30%！因此，更多的信息并不等于更好的信息，真正重要的是你如何使用它。

这个事实并没有就此使绝大多数的投资者们停止疯狂地积累比对手更多的信息。证据显示，就像这些做书人一样，专业投资者们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

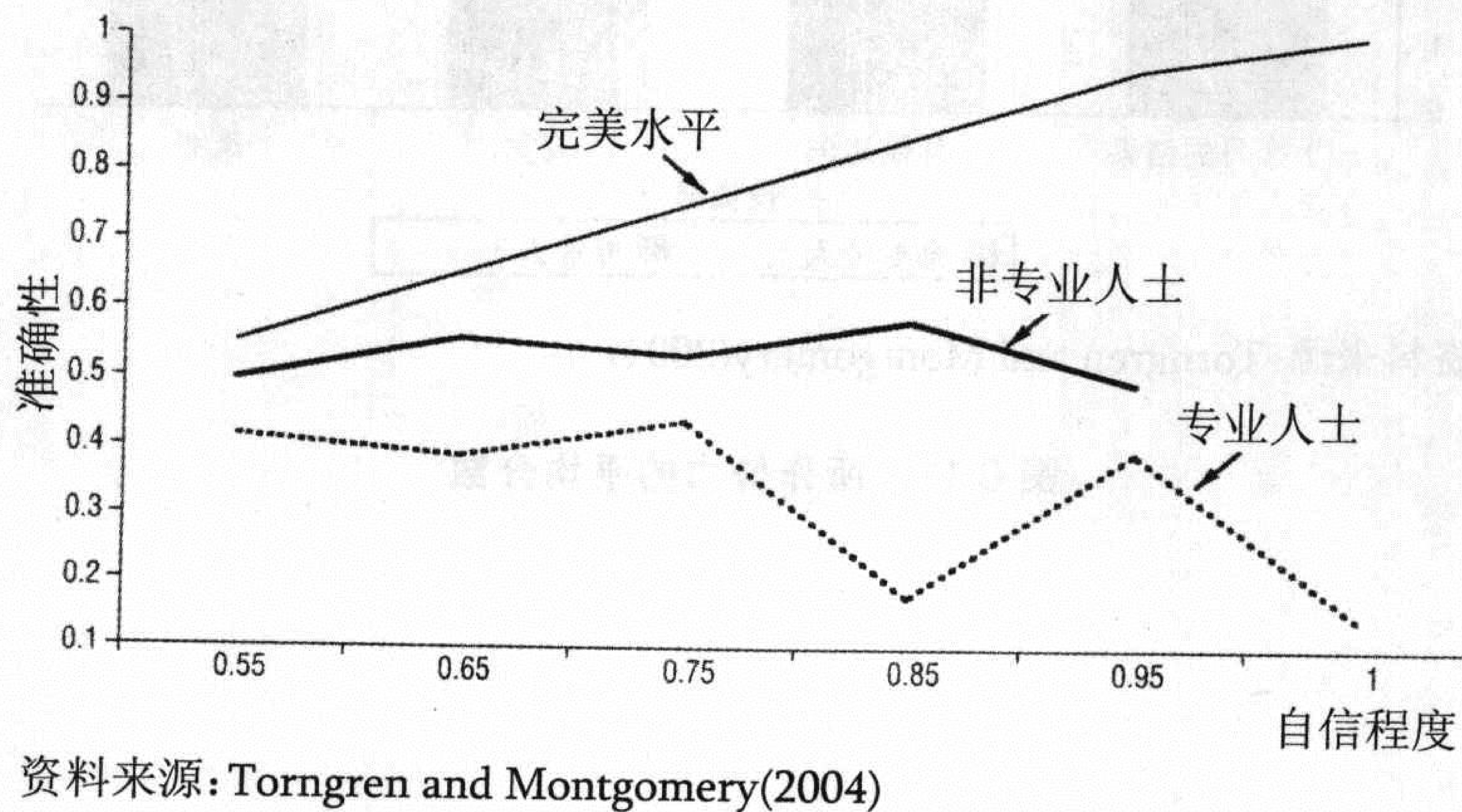


资料来源：Slovic(1973)[16]

图 6.9 信息对做书人的准确度和信心度的影响

一般更加过于自信。

专家人士：比碰运气还要糟糕！图 6.10 建立在汤格莱(Torngren)和蒙特高梅尔(Montgomery)最近的一个研究上。参与者每个月都被要求从两只股票中选出他们认为表现会更好的那只。所有的股票都是众所周知的蓝筹股，参与者得到的信息包括股票名称、行业、以及前 12 个月的历史表现。参与研究的人分两组，一组是外行(心理学的本科生)，一组是专业投资者(投资经理、分析师、还有经纪人)。每一次选择的时候，参与者都被要求说明对自己预测



资料来源：Torngren and Montgomery(2004)

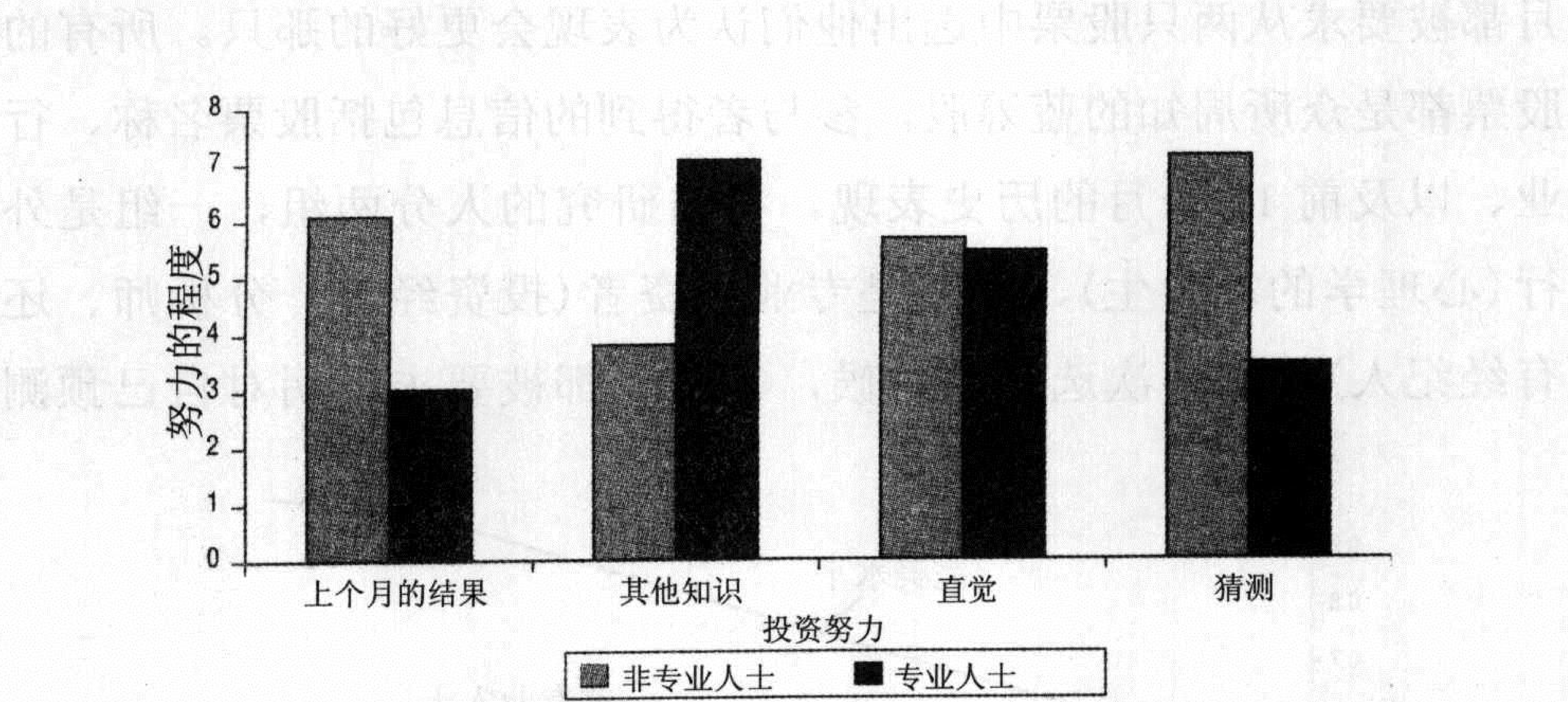
图 6.10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结果的信心度。

坏消息是，两组人的预测结果都比纯粹的撞大运还要差。也就是说，你用投硬币的方法都能赢他们！更糟糕的消息是，专业人士实在太可怕了，比外行们还要差了一大截。例如，当专业人士百分之百肯定自己是正确的时，他们实际上只有不超过15%的时间是正确的！这正好符合了心理学家们收集到的一大堆证据，那就是，专家们也许比不是专家的人知道得更多，但是他们与此同时也往往比那些不是专家的人更加过分自负。

参与者还被要求给自己在决定时所作的努力进行排名。图6.11显示了各种努力的平均分数。外行们实质上全靠猜，不过也受到以前的价格表现影响。与此对比的是，专家们却认为他们是在用自己的知识选择赢家。



资料来源：Torngren and Montgomery(2004)

图6.11 所作努力的平均分数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

九、控制的幻觉

控制的幻觉是指人们深信自己对不可控事件的结果有影响力。例如，人们会多花好几倍的价钱买一张自己挑选数字的彩票，而不是普通的随机产生数字的彩票。人们总是更愿意在一枚硬币被扔之前下赌注，哪怕扔过的硬币是被遮挡着的，就好像他们能在硬币被扔在空中时施加影响似的！这里信息再次起了作用。你掌握的信息越多，就往往会感到自己越有控制力。

> **偏见 2**
>
> 大的就是重要的。

每一个信息都可以从两种角度来衡量：强度和分量。这两个角度混淆在一起，很容易就会导致反应过度和反应不及。例如，让咱们假设你面试了一位潜在的雇员，他／她给了你一些作为参考的资料。其中有一封推荐信，信中对这位潜在雇员在几乎人生每一步的表现都充满了赞誉。可惜的是，这信是此人的母亲写的。

这个信息所涉及到的那些金光闪闪的优点显示了它的强度；但是它的分量却很轻，因为它的来源是一个具有高度偏见的作者。

心理学家特沃斯基(Tversky)和格里芬(Griffin)在 1992 年发现，高强度和低分量混合在一起，一般来说会导致过度反应；而低强度和高分量的混合则容易导致反应不及(表 6.4)。

投资者似乎常常弄不清楚信息的这两种元素。例如，当一家公司宣布发放或者取消一次股息的派送时，投资者往往反应不及。他们错误地对待这个信息。实际，股息方案改变的分量非常重(管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

层对股息方案的改变是不会轻描淡写的)。然而，它的强度同时也往往很低，因为投资者(错误地)没有把重心放在股息上。

相比之下，投资者似乎继续在对公司创出了历史新高的业绩增长表现出过度的反应。投资者似乎宁愿对一家公司的历史业绩有极大的信心，也不去把注意力集中在未来可能有的前景上(这一点以后会有更多的论述)。

表 6.4 信息的元素

		分量	
		高	低
程度	高	—	过度反应
	低	反应不及	—

资料来源：DrKW Macro Research

偏见 3

给我看我想看的。

设想下面一个情形：你面前摆着四张牌，每张牌都有一个字母数字的标志。里面有 E、4、K、7。如果我告诉你，假如一张牌的一面有一个元音字母，那么它的另一面就应该有一个偶数。要想知道我说的是否是实话，你应该翻开哪一张牌？

花时间想一想。许多人选择了 E 和 4，而正确的答案却是 E 和 7，只有这两张牌才可能验证我是在说谎。如果你把 E 翻过来，看到了一个奇数，那说明我说谎了；如果你把 7 翻过来，看到一个元音字母，那么你也知道我说慌了。而翻 4 的话，你什么也证明不了——如果它的那一面是一个元音字母，那么你不过是发现了一个符合我描述的信息，但却无法证明它；如果它的那一面是辅音字母，那么你也证明不了什么。我最初说的是一个元音必有一个偶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数。我没有说一个偶数必有一个元音！

因此，为什么我们会被拉向E和4呢？我们有一个非常坏的习惯，那就是寻找那些认同我们的信息。这种对认同而不是反驳的渴望就是所谓的“确认偏见”。当卡尔·波普(Karl Popper)撰写他的科学哲学时，他说，验证一种观点的唯一方式，就是形成一个假说，然后用这天剩下的所有时间来寻找一切不同意此观点的信息。可这并不是我们大多数人的方式。我们往往会形成一个看法，然后用剩下的时间来寻找所有使我们看上去很正确的数据。

我们的天性倾向于聆听那些附和我们的人。听到我们自己的观点反馈给自己，这种感觉很舒服。我们得到了那种模糊的，暖洋洋的满足感。可惜的是，这并不是做出最佳决定的最好方式。我们所应该做的，是和那些最反对我们的人一起坐下来。我们这样做并不是要改变自己的想法(因为这种结果发生的机率极其渺茫)，而是要引起对反面看法的注意。我们应该从反面看法中寻找逻辑错误。如果我们找不到这样的错误，那么我们就不应该如此肯定地努力坚守自己的看法。

这么做还有一个附加问题，就是我们经常会发现自己染上了“敌对媒介之偏见”。也就是说，我们不仅寻找那些附和我们的信息，而且在看到那些不附和我们的信息时，常常会认为那种信息来源是带有偏见的！

偏见4
正面就是技巧，反面就是霉运。

我们的自尊相对来说比较脆弱。保护这个自我形象的重要武器之一，就是“自我贡献之偏见”。这种倾向性把好的结果归功于技巧，把坏的结果纯粹归咎于霉运。这是投资者在学习中很容易遇到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的主要限制之一。这个武器使我们不把错误认做错误，因此常常使我们不能从过去的错误中得到教训。

要与这个问题作战，我们绝对需要一个类似表 6.5 那样的矩阵图。只有把结果和我们的决定以及做出这些决定的理由相互参照，我们才能指望弄清楚哪儿是运气，哪儿是技巧。也就是说，我的正确是建立在正确的理由上，还是虚假的理由上？要应用这个表格，我们必须要有自己所做过的决定以及这些决定背后的理由的记录，所以记住把它们写下来。

表 6.5 决定的矩阵图

	好的结果	坏的结果
正确理由	技巧(也可能是运气，姑且说之吧)	坏运
错误理由	好运	错误

偏见 5

我早就知道。

在教授行为心理学时，我们遇到的最危险的偏见之一，就是“马后炮”。它指的是这么一个事实，即我们在事情发生后，都很确实地肯定自己在它发生前就已经知道了！在投资者中，关于这种偏见的最好的例子，就是 90 年代后期的网络科技公司泡沫。到处去跟投资者说这是个泡沫，这种行为在过去是会引起暴力事件的。然而现在呢，到处看见同样的投资者，但历史已经被改写了。现在每个人都坐在那儿说，他们早知道那是泡沫——他们往里面投资过，而他们知道那是泡沫！

如果每个人都认为他们能够预测过去，那他们当然很可能会非常肯定自己预测未来的能力。因而，马后炮是导致过度自信的一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很大原因。我说过，在教授行为心理学时，马后炮是最危险的偏见之一，因为在读完这一节后有一个可能，那就是你会站起来，边走边说，“嘿，有点儿意思……我早就知道！”

偏见 6

不相干的信息作为投入也具有价值。

我们面临不确定性时有一种倾向，会抓住一些不相干的信息作为支柱。这常常是在一种根本没有意识到的状态下发生的(系统 X 的一个典型特征)。

“锚定”(anchoring)的经典案例来自心理学家特沃斯基和卡尼曼(Kahneman)的那篇获得诺贝尔奖的文章。他们请人回答一般知识范畴的问题，比如联合国中非洲国家所占的比例是多少？在参与者回答前，在他们面前转动着一个有数字 1 到 100 的幸运转盘。作为心理学家，特沃斯基和卡尼曼把转盘设置了一下，使转动的结果不是 10，就是 65。然后他们就问参与者们，要他们说出自己的答案比转盘的结果低还是高，而且还要说出自己的实际答案。看见轮盘数字是 10 的那组人的中间值是 25，看见轮盘数字是 65 的那组人的中间值则是 45！实际上，人们在形成他们自己的观点时，会抓住不相干的东西定位。至于这道题的答案么，目前正好低于 20%。

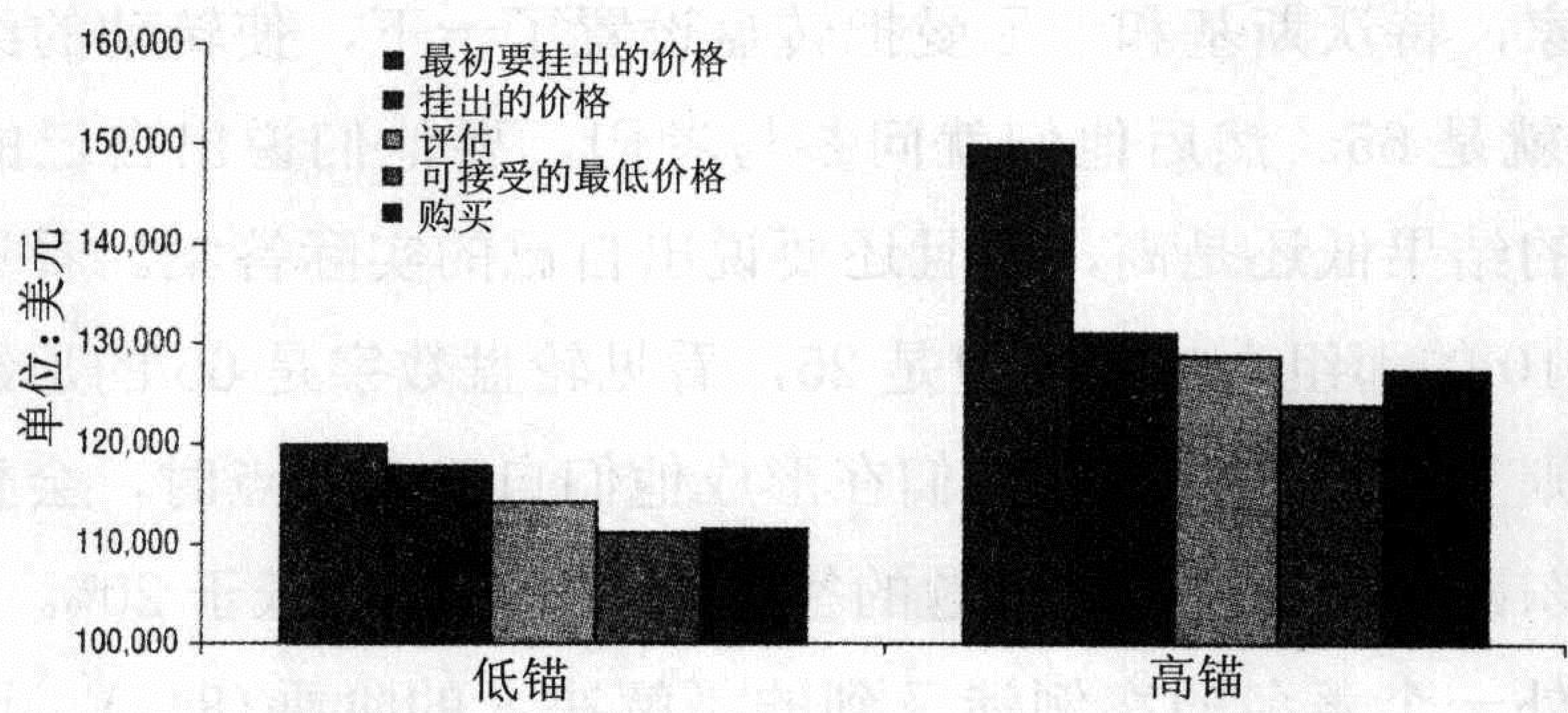
另外一个著名的案例涉及到的是解决 8 的阶乘(8！)。这道题以两种不同的方式出给调查的参与者：一种是 1×2×3×4×5×6×7×8；另一种是 8×7×6×5×4×3×2×1。第一种参与者的中间值是 512；第二种参与者的中间值是 2250。因此说，人们在形成期望值时，看上去喜欢定位于那些最早的数字。顺便说一下，正确答案是 40320。

锚定效应显然对评估有影响，特别是在这样一个世界里——我们都坐在屏幕面前，价格从早到晚在冲着我们不停地变换。抓住当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前的市场价格来定位，这实在太容易了。分析师常常很怕宣布那些和当前的市场价格相差悬殊的目标价格。我很清楚这一点，每次我告诉投资者，标准普尔 500 指数得下跌到 500 点左右我才会买进时，对方都会咧嘴一笑，好像我失去了理智(公平地说，许多人会说我早就这样了)。然而，就因为 500 点和目前的 1181 点相去甚远而不去想它，这正是锚定效应的一种表现。

管理学专家诺斯卡拉夫(Northcraft)和尼勒(Neale)指出，房地产经纪人在给房屋定价时，就染上了锚定效应。他们带两组房产经纪看了同一所房子，并且给出了一模一样的信息。两组房产经纪获得的信息中，只有一点不同，那就是最早挂出的价格。然后这两组房产经纪就被要求提供一组不同的价格。这个结果显示在图 6.12 中。两组之间的差别平均超过了 12%，尽管他们看的同一所房子！



资料来源：Northcraft and Neale(1997)

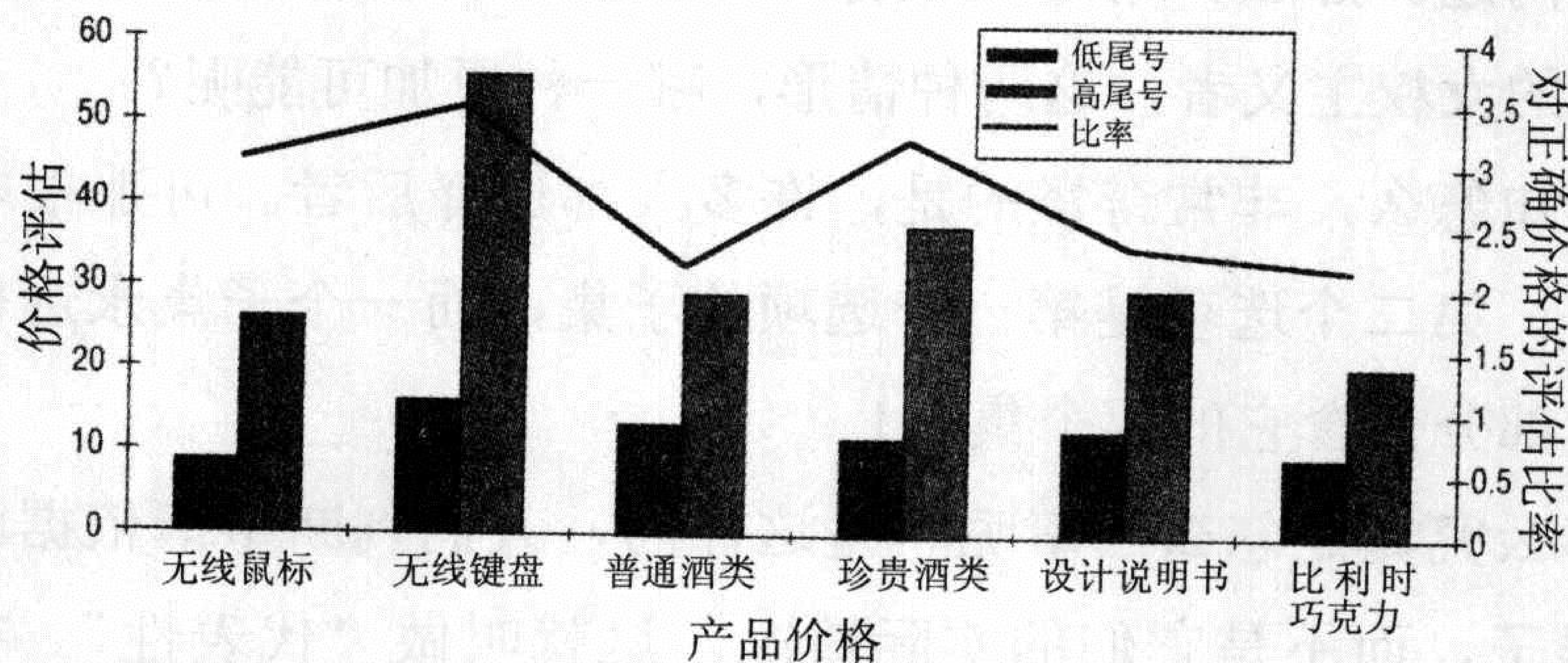
图 6.12　锚定效应和房产评估

行为经济学家艾瑞利(Dan Ariely)等人近期的一个研究中，可以找到锚定效应影响评估的另外一个例子。在这个研究中，向参与者展示了各种各样的普通物品；然后要求他们回答是否会以一定的价钱买下这个物品，这个价钱的数量等同于他们的社会安全卡号的最后两位数。接着又问这些参与者，他们最多愿意为每件物品付多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少钱。第一个问题的目的在于把锚(即他们的社会安全号的最后两位数字)抛出去。如果人们接锚，那么高低不同的社会安全号之间就应该出现差别。

图 6.13 显示了艾瑞利等人的实验结果。社会安全号数字高的那组参与者所出的最高价格，比社会安全号数字低的那组所出的价格，平均要高出 2.7 倍！而两组之间最大的差别达到了将近 3.5 倍。因此，尽管事实上社会安全号与那些物品完全无关，它们还是创造出了价值差异。



资料来源：Ariely,Loewenstein,and Prelec(2003)

图 6.13 锚定和评估

锚定的程度受到船锚特点的极大影响。也就是说，船锚看上去越相关的话，那么去抓它们的人往往就越多。这也帮着解释了为什么分析师会如此经常地害怕目标价格和市场价格相差太远。不过，正如所显示的，即使完全不相干的船锚，也能对评估发生巨大的作用。

从总的市场前景来看，船锚都可能是哪些东西呢？价格成天在对着我们变换——电视广告、报纸内页、股票价格在电视新闻的屏幕下面滚动、股票分析师的电子邮件、房地产买卖、等等。投资者似乎一把抓着这些价格的幻像，错误地把它们等同于价值。当然，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们可以防止这样错误，使用评估的与此反向的评估模型。把市场价格里暗示增长的那部分完全剔除了，然后评估是否有真正增长的可能。

偏见 7

我可以就它看上去的样子做出判断。

设想下面的情形：琳达 31 岁了，单身，快言快语，非常聪明。她在大学里的专业是哲学，作为一名学生，她非常关心关于平等和歧视的问题。那么，琳达在银行工作，和琳达在银行工作并且是一个活跃的女权主义者，这两种情形，哪一种更加可能呢？

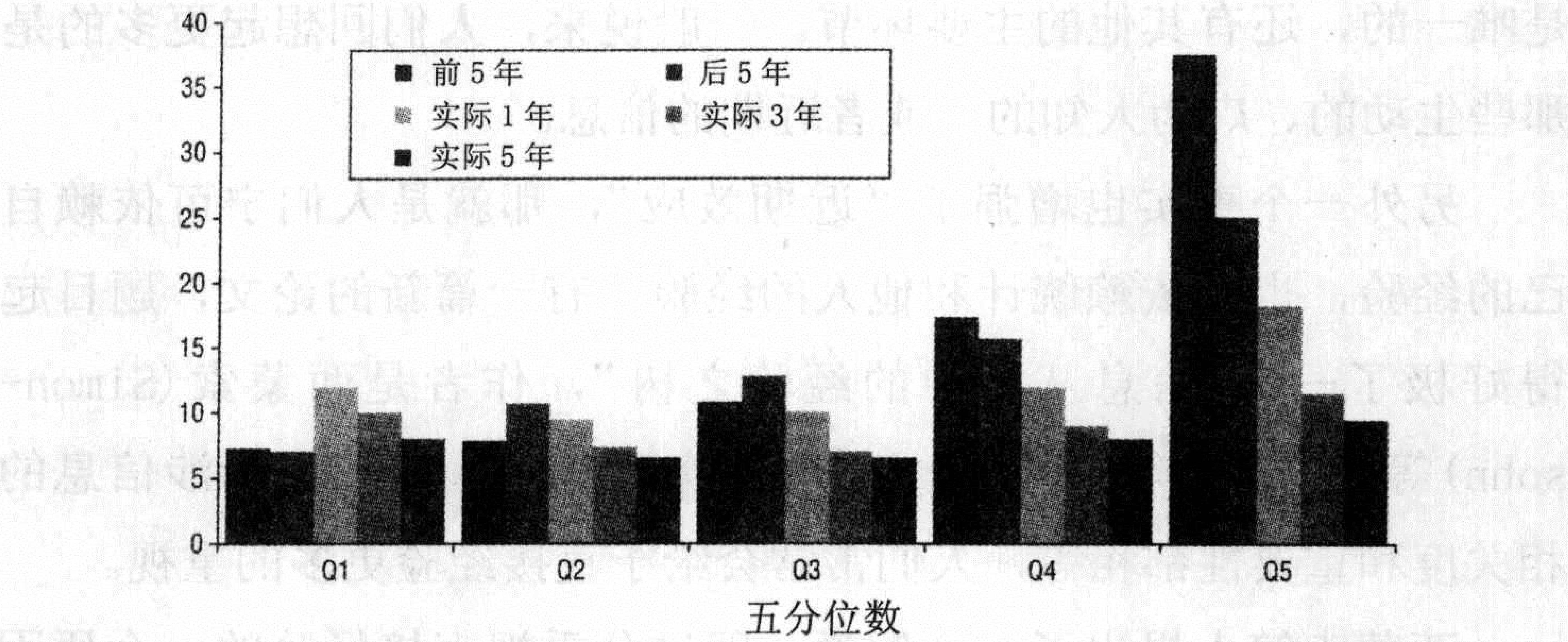
不知怎么，非常奇怪的是，许多人都选择后者。可那根本不可能成真。第二个选项是第一个选项的子集，而一个子集永远也不可能大过部分包含它的那个集合！

那么究竟是怎么回事呢？是这样的，人们判断事情依据的是它们的样子，而不是它们的实际情况。这就叫做“代表性”。在琳达的例子中，人们选择了第二个选项，即琳达在银行工作并且是一个活跃的女权主义者，是忽视了一个基本比率，那就是在银行工作的人肯定比既在银行工作又是活跃的女权主义者的人要多。

代表性在投资中有许多应用。例如，投资者们是否认为好的公司就是好的投资对象呢？如果是，那么就有了一个潜在的“代表性”案例。更进一步的例子被描绘在图 6.14 里。它显示了大多数分析师以对长期收益增长的预测而建立起来的投资组合。第一个长条显示的是在期望形成前的五年内的年增长率，它也追踪了预测后的一年、三年、以及五年的年增长率。

这个结果显示，分析师们犯了两个“代表性”偏见。第一个，对那些前五年出现高增长的公司，他们预测会在以后的五年内持续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：DrKW,Montier,and chan et al.[23]

图 6.14 收益增长并不是持续的

有很高的增长。他们实际上看的是公司的历史业绩，并以此推出这家公司以前极好，因此会继续好；或者这家公司一直都是条丧家犬，以后也会是。这个逻辑和琳达那个问题完全一模一样！

第二个，分析师们不懂，收益增长在一个五年期内，很大程度上是一个回归均值的过程。均值回归的基率非常高。低增长的投资组合和高增长的投资组合所创造出的长期收益几乎一样多。实际上，分析师们判断那些公司的依据是它们看上去的样子，而不是它们伴随增长的收益基础会如何延续自己的竞争力。

偏见 8

这和我的记忆不一样。

我们的大脑不是超级电脑，甚至连一个比较好的档案柜都不是。它们更像那些被扔进了垃圾筐的便条纸，直到被盖上了咖啡残渣时，我们才会把它打开来看！然而，我们却往往都认为自己的记忆 很完美，就像是明信片或者照片那样。心理学所揭示的真相是，记忆是大脑的一道程序。这道程序中的环节之一是真相，可那并不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是唯一的，还有其他的主要环节。一般说来，人们回想起更多的是那些生动的、广为人知的、或者近期的信息。

另外一个事实也增强了“近期效应”，那就是人们宁可依赖自己的经验，也不依赖统计和他人的经验。有一篇新的论文，题目起得好极了——“信息丛林中的经验之树”，作者是西蒙索(Simonsohn)等人。这篇文章通过一系列的实验显示，即使所牵涉信息的相关度和重要性都相等，人们常常会给予直接经验更多的重视。

西蒙索等人提出了一个假说，即过分重视直接经验的一个原因是“情感的作用……直接体验的信息激发了情感反应，这是许多其他信息所无法做到的。”

他们继续说：“如果人们用自己的直接经验来评估事件的可能性，他们很可能就会过于重视那些自己体验过的实际不太可能发生的事件，而低估那些他们没有体验过的。”事实上，在他们的一个实验中，西蒙索等人发现，人们分给个人经验的比重是他人经验的两倍！所有这些信息都意味着，投资者的经验在他们对现实的看法中起了决定作用。

信息的情感作用也在其中扮演了一个角色。例如，当问到在美国，鲨鱼袭击和雷鸣电闪，哪一个造成的死亡更多时，大量的人选择了鲨鱼袭击。为什么呢？因为想起鲨鱼袭击很容易，它们对记忆来说唾手可得。当有人在佛罗里达岸边被一点点吃掉时，我们都会听说这件事，而且对我们中某个特定年龄段的人来说，《大白鲨》绝对是一部非常恐怖的电影(译者按：此电影上映于1975年)。而事实上，被闪电击死的机会是死于鲨鱼口中的30倍。每年都有许多人被猪弄死，或者被椰子从树上掉下来砸死，甚至被卡死在一扇电车门里——这些都比鲨鱼弄死的人要多！

卡尼曼和特沃斯基在1973年提供了一个不那么激烈的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们向人们提出以下问题："就英语中含有K的普通词汇来说，K一般会是起始字母还是第三个字母?"抽样人群有152人，其中有105人认为词汇以K起头的可能性更大。事实上，以K为第三个字母的词汇大约是以K起头的词汇的两倍。然而，因为我们索引时总以第一个字母开始，所以更容易想起它们。

鲨鱼那个例子也反应在金融界。投资者总是寻找那些大的触发性事件。但是这么做的过程中，投资者们常常就错过了那些新闻小碎片积累起来的作用。市场中每一次极其微小的踌躇都可以找到一些理性的解释，这一奇谈永远能得到了媒体的帮腔。例如，近期的一篇文章对股市中一个具有重大意义的上涨日做了如下解释："随着第一季度的即将结束，原油价格的下跌和一些利好的公司新闻都为市场注入了牛气，美国股市星期三上演了一出近4个月来最好看的一幕。"

偏见9

如果你说它会这样，那就一定是真的。

WYSIWYG是"所见即所得"的英文缩写(what you see is what you get)，这是一个电脑小技术，指你可以在电脑屏幕上看到打印出来的效果。金融数据可常常并不是WYSIWYG。对于金融信息来说，更经常出现的是因为理解障碍而造成的困惑。当然喽，金融市场动用了一支真正的分析师大军来仔细研究那些数字，揭开内在的真实秘密。呃，至少理论是这样的!

但是，实际情况中的分析也许大不相同。我疑心投资者和分析师们常常会犯简化架构(narrow framing)或者架构依赖(frame dependence)的毛病。也就是说，我们根本看不透把信息呈现给我们的那种方式。对于一个问题，只要以不同的框架去套它，那么任何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个比较好的民意调查人员都能够从中提取出想要的答案。

下面这个问题就是一个简化架构的典型例子：

假设你在为应付一种不寻常的亚洲疾病的爆发做准备，预测这种疾病将会使大约600人死亡。有两种与此疾病作斗争的方案提了出来以供选择。对这两个方案的整体科学评估如下：

(1) 如果使用方案A，那么会有200人得救。

(2) 如果使用方案B，那么有三分之一的可能600人全部得救，三分之二的可能无一人得救。

你偏爱哪一种方案？

当卡尼曼和特沃斯基问这个问题时，他们发现72%的人选择方案A。

但是现在用这个同样内容的另一种评估结果来考虑一下吧：

(1) 如果使用方案C，那么有400人会死亡。

(2) 如果使用方案D，那么有三分之一的可能无人死亡，三分之二的可能600人全部死亡。

这回，卡尼曼和特沃斯基发现只有22%的人选择方案C。

那些敏锐的人当然会很快看出，方案A和方案C是一样的，方案B 和方案D 是一样的。可是，把问题呈现出来的方式却产生出了这种偏爱结果相反的怪事。

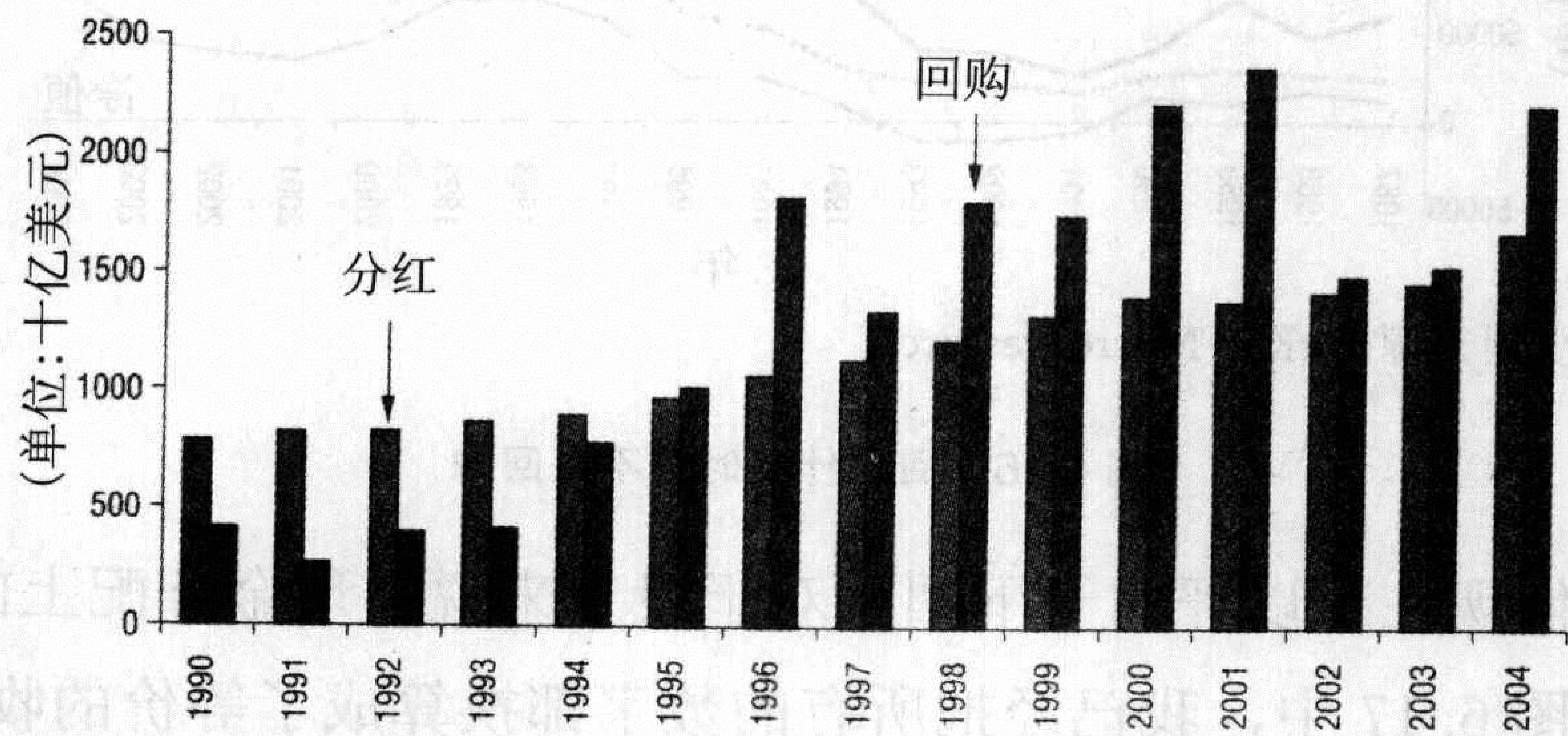
架构的重要性很可能是由于认知的局限。我们的大脑并不是巨型电子计算机，它们在处理信息时能力有限。尤其是我们很容易就会染上视而不见的毛病。这种现象是指人们的注意力在被某些别的事情占据后，即使眼前发生的事情，也会看不见。

我很喜欢的一个例子是这样的。要求参与者观看两队运动员(一队穿白，另一队穿蓝)在自己成员之间传递篮球，并要求参与者给白衣队的传球记数，同时还要求参与者在观看录像带的过程中注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意是否有不寻常的事情发生。录像放着放着，视线中就出现了一个大猩猩，还面向着摄影机捶打胸脯。尽管这是个显而易见的不和谐事件，可仍然有46%的观察者没有注意到任何不寻常的事！

让我来说一个金融界的例子。我们常常听到，说作为一种把现金分给股东的方式，回购要比分红好。实际上，快速瞥一眼图6.15，似乎就足以给出一个最后的肯定答案了。



资料来源：DrKW Macro Research

图 6.15 现金分配：标准普尔 500 指数的分红与回购总数

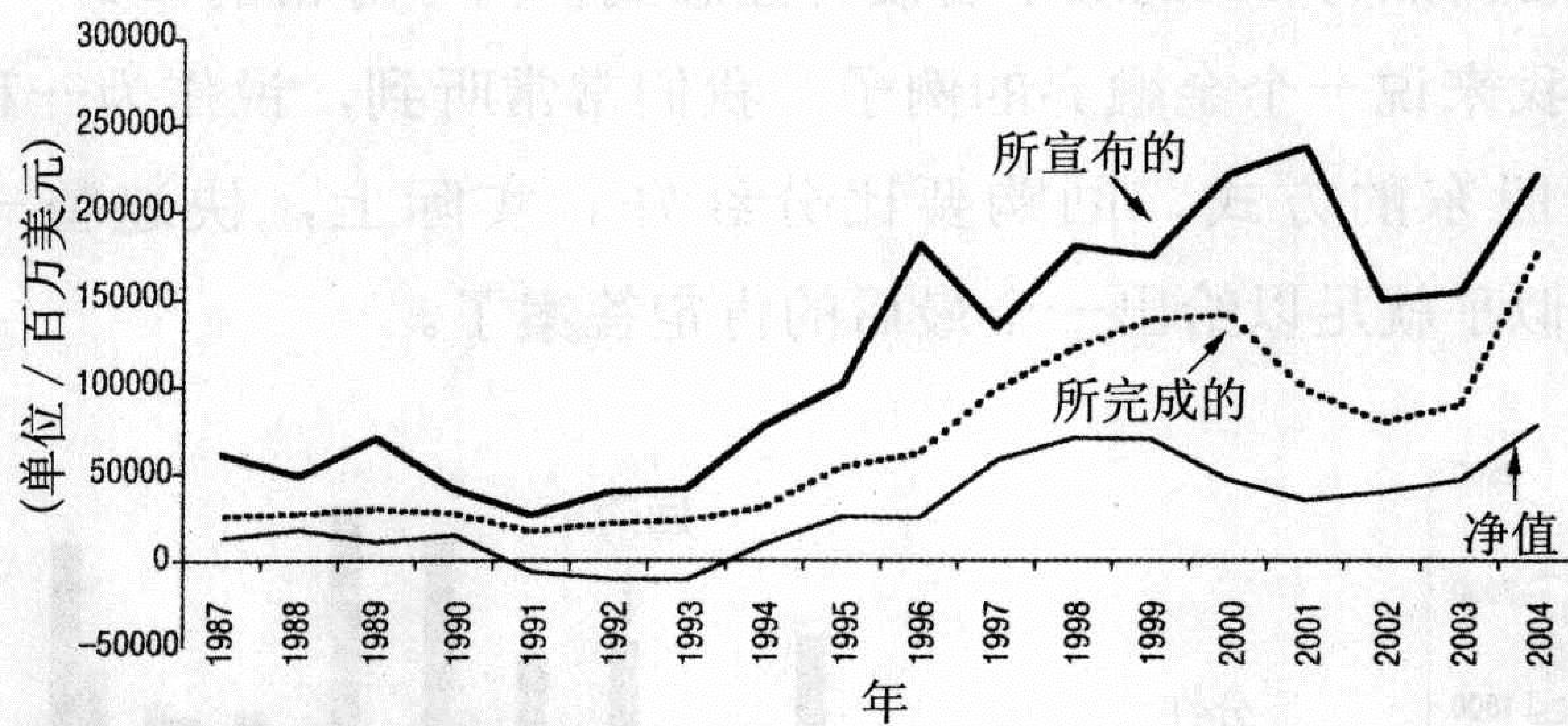
然而，之所以说这也许是一个非常误导人的说法，原因可从这张图的题目上略见一斑。它说的是回购总数，或者说，是宣布的回购数字。但是，一个公司宣布回购，并不就意味着要着手进行回购。

事实上，自从1987年起，所宣布的回购真正如数实现的一直只有57%的样子。对于那些想找些好消息在2005年安慰一下的人，目前为止完全如数实现的比例是80%。

但是，对于我们这些股东来说，即使完全实现的回购也并没有多大意思。我作为一名老股东，只对一件事感兴趣，那就是回购的实际数量——也就是在除去了股份发行（很大程度上与股权相关）之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

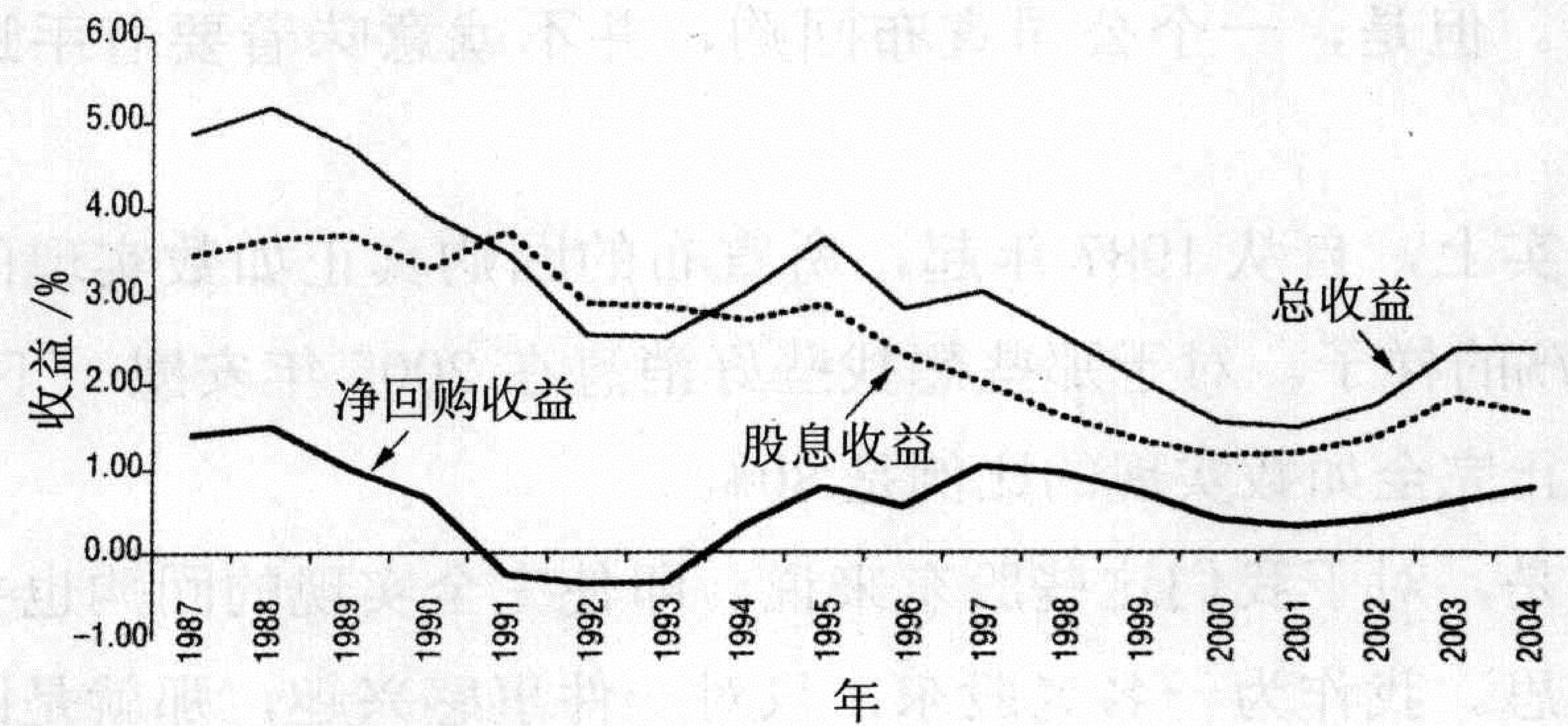
后的回购。可惜的是，回购的实际数量平均只有所宣布的19%。不过，这个数字后来也升高了，2005年的比例是35%(图6.16)。



资料来源：DrKW Macro Research

图6.16 回购什么时候不是回购

我们现在可以评估一下回购对于股东来说在现金分配上的作用了。在图6.17中，我已经把所有的数字都换算成了等价的收益率。即使匆忙一瞥也能看出，回购要弥补投资者的股息收益在长期牛市期间的下降，还远着呢。如果实际回购持续在目前的比例，那么今年的回购就会给股息受益增加76个基点，使整体收益达到2.4%——这样一个水平很难激起人们的想像力。



资料来源：DrKW Macro Research

图6.17 回购没有替代股息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

偏见 10

亏损只有兑现了才是亏损。

假设你两三年前花 15 美元买了一瓶酒。这酒在价格上增值了许多，如果把它拿去拍卖，大概能价值 150 美元什么的。你是准备把这瓶卖了呢，还是去再买一瓶？最常碰到的回答是两声响亮的不。当面临这样的情况时，人们一般都既不愿意买也不愿意卖。

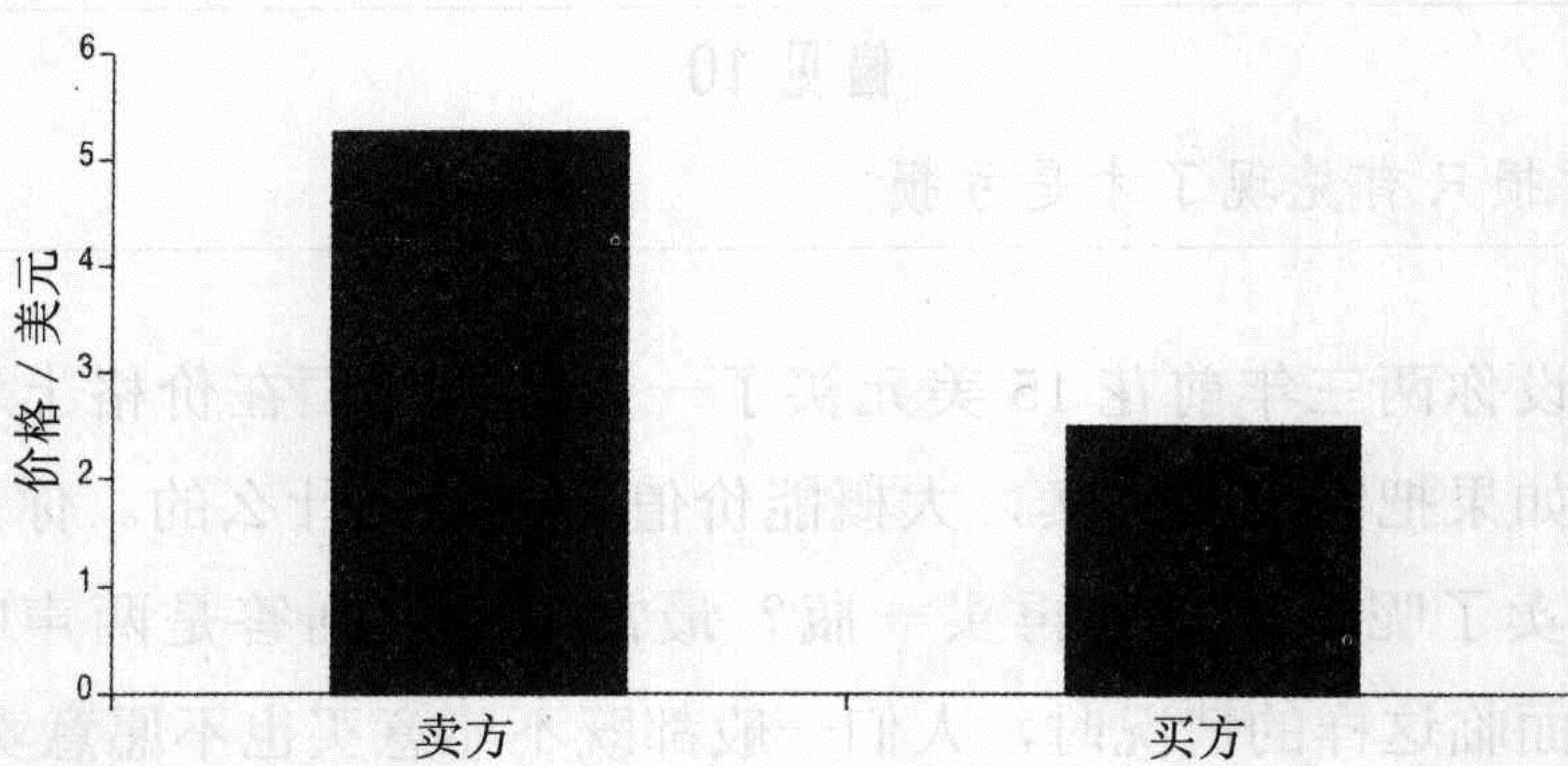
这种无为的惰性就是所谓的“现状倾向”（即 status quo bias，对于一个逐渐老去的摇滚乐队来说，这种症状并不像某些人认为的那样奇怪）。它也是“赋予效应”（endowment effect）的一个例证。简单地说，赋予效应就是对于自己曾经拥有过的东西，你会开始比其他人赋予它更高的价值。

要展示赋予效应，经验性的方法相对容易。典型的模式是，比方说，随机给予半个班的学生一个杯子。然后告诉班级，说准备组建一个市场，有杯子的同学可以把杯子卖给没有杯子但是想要杯子的同学。可以推测，既然杯子是随机发出去的，那么大约有一半的人会愿意交易。因此，预测的交易量是 50%。

然而，这样的市场中的交易量通常都只是预期的一小部分。实际上，在许多实验中，实际的交易量大概仅仅接近 10%！缺乏交易的关键在于卖方和潜在买方之间的巨大差异。

图 6.18 显示了一次典型实验的结果。发出去的东西正是大学的杯子（这种实验的要素之一）。这种杯子在大学的小商店里卖 6 美元一只。那些分到杯子的人愿意卖出的平均价格是 5.25 美元（即愿意接受的价格，the willingness to accept，or WTA）。那些没有杯子的人愿意付出的购买价格却不超过 2.50 美元（即愿意付出的价格，the willingness to pay，or WTP）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：Kahneman,Knetsch,and Thaler(1990)

图 6.18 一只杯子的价格：接受的意愿和买进的意愿

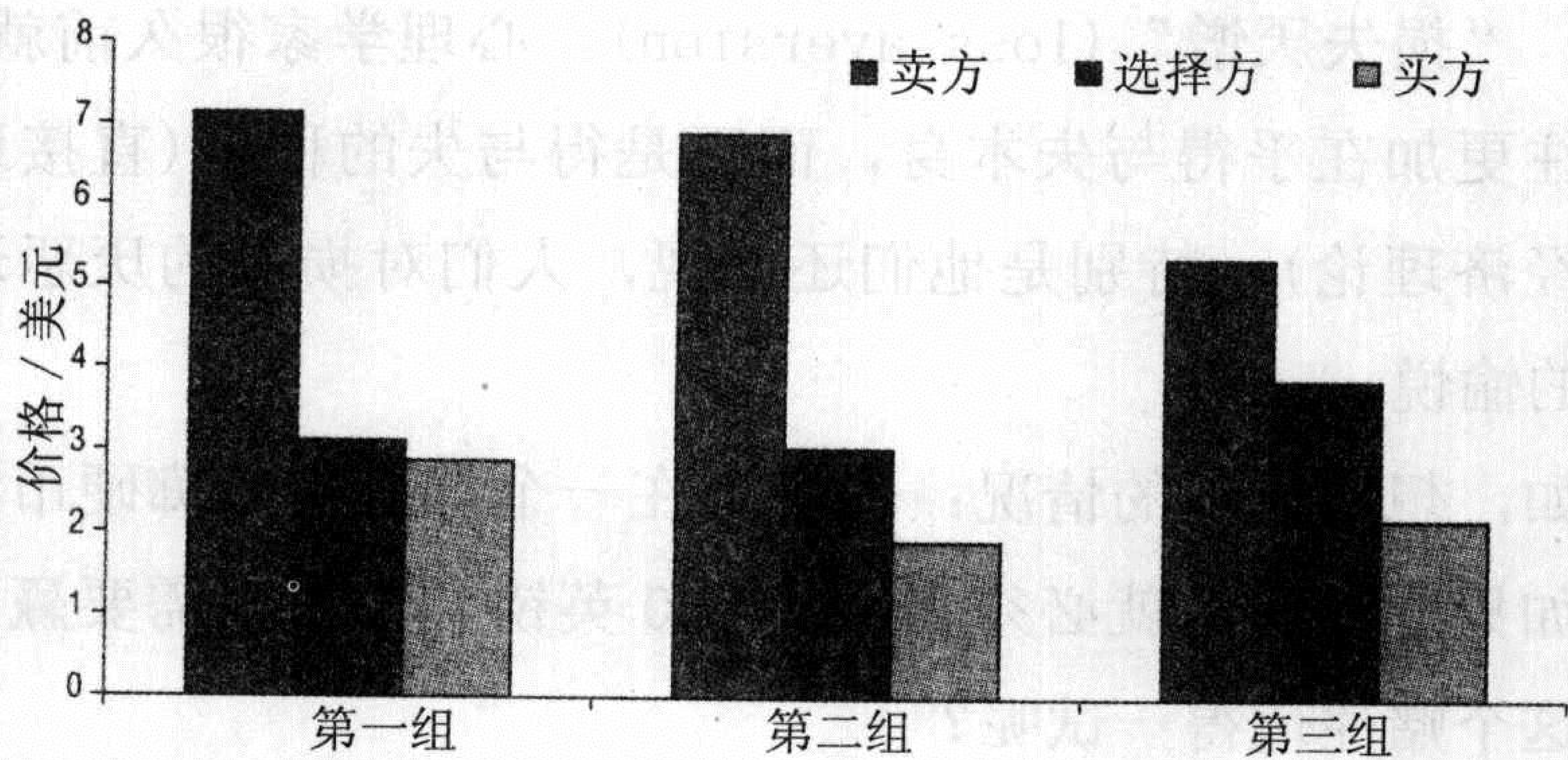
因此，卖方尽管得到这杯子只不过才几分钟，但所有权已经使他们提出了两倍于买方愿意付出的价格。所有权似乎极大地扭曲了人们对于价值的看法。

这种赋予效应是来自不愿意买还是不愿意卖呢？要评估这两个因素的相对重要性，可以把第三方参与者引进市场。不再只有买方和卖方了，实验者还引进了“选择方”。和前面一样，杯子随机发给了班里的同学。有人问卖方是否愿意卖出他们的杯子，提出的价格从 0.25 美元到 9.25 美元不等。也有人问买方，他们是否愿意以同样范畴的价格购买这些杯子。而第三方，那些选择者们，虽然没有分给他们杯子，但要求他们对每个价格都做出选择，决定他们是否愿意以此价格购买一只杯子。

理论上说，选择方和卖方的处境完全相同：都要在每个价格和杯子之间做决定。两方之间唯一的区别，在于选择者并没有在实际上拥有杯子。然而，图 6.19 显示了，理论并没有多大意义！

在三个不同的大学进行的三次不同的实验中，选择方的行为似乎更为接近买方，而不是卖方。实验报告说，选择方的价格一般要高于买方的价格（平均高出大约 50%），但仍然远低于卖方的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：KKT(1990)and Franciosi et al.(1996)

图 6.19 杯子的价格：卖方、选择方和买方

卖方的价格平均要高出买方愿意付出的购买价格将近三倍，高出选择方愿意交易的价格将近两倍。

这很清楚地证明了，赋予效应的产生，是由于所有者不愿意和自己的所有物分离的缘故，即使他们也许实际上也才拥有这件东西几分钟而已。

下次在考虑一家公司时，想想这些效应吧。如果你已经有了这家公司的股票，那么你也许真地会给它们按上一个超出实际情况的价值，就因为你已经拥有它们了。你很可能会去参加一个和管理层的会议，想让他们解除你所有不必要的顾虑。而管理层当然永远也不会多说什么，他们只会告诉你这是一家非常好的公司，是很棒的一项投资。正是因为这个原因，有些非常成功的基金经理人从来不去和公司相见。

我们参加那种会议时，并不是持着怀疑的态度，想着“除非我听到什么能切实地改变我的看法，不然我会卖掉这只股票”，而是往往在寻求那些认同我们立场的信息。在我们已经拥有这只股票时，这个立场一般都是：“我要持有这只股票。”

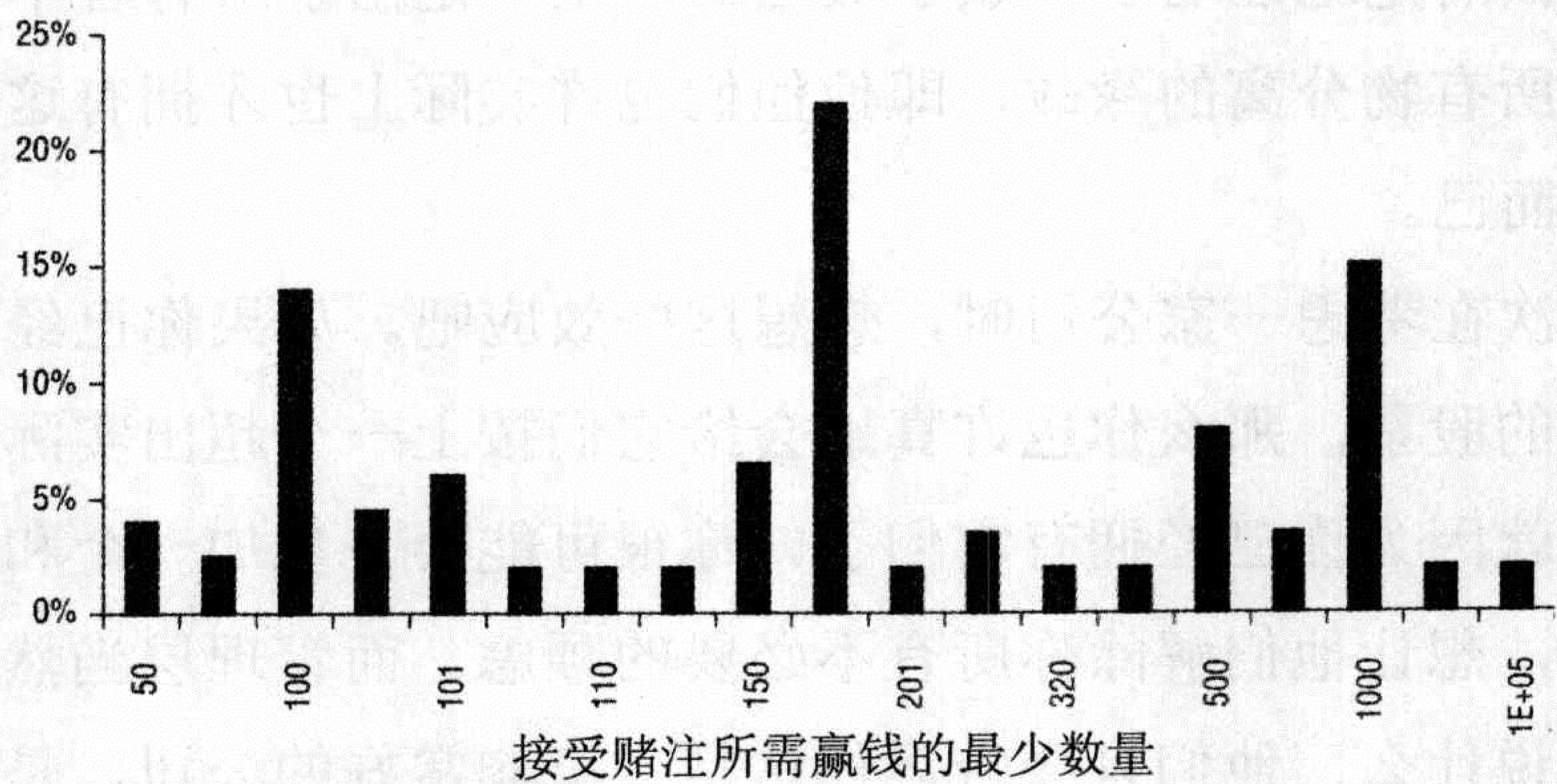
现状偏好和赋予效应，这两者都是一个更为广为人知的问题的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一部分，“损失厌憎”(loss aversion)。心理学家很久前就提出，人们往往更加在乎得与失本身，而不是得与失的程度(直接违背了一般的经济理论)。特别是他们还发现，人们对损失的厌恶远远超过获得的愉悦。

例如，想像以下的情况：你受邀在一个很公平的掷硬币游戏中下赌。如果你输了，就必须付给我 100 英镑。你最少需要赢多少钱才能使这个赌注值得一试呢？

这个问题和那些为本章节增光添彩的许多心理问题不同，它的答案无所谓正确或者错误，纯粹是个人的选择。图 6.20 显示了一些我收到的答案，来自于一些我以前在另一家投资银行工作时的旧同事。



资料来源：Montier(2002)

图 6.20 股票经纪人的“损失厌憎”

答案的平均数字稳稳超过了 200 英镑。这与对“损失厌憎”的所有研究结果正好吻合。一般来说，人们对损失的厌恶是对获得的喜悦的 2～2.5 倍。

经济学教授谢夫林(Hersh Shefrin)和斯塔曼(Meir Statman)预言，由于人们对蒙受损失的厌恶远远超出了对获利的喜悦，而且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在亏损的情况下愿意赌博，所以投资者会持有那些价值已经亏损(相对他们的买入点来说)的股票，而急于卖掉那些价值已经上涨的。实际上，他们认为，人们往往会经营亏损而扔掉获利。这种心理已经以“处置效应”(disposition effect)而为人所知。

金融学教授奥迪安(Terrance Odean)从一家折扣券商那儿获取了大约10000个账户自1987年到1993的数据。每个账户的每一笔买卖都有记录。奥迪安发现，投资者持有亏损股票的中间期限是124天，而持有赢利股票的中间期限是102天。他还计算出了亏损实现的比例(即占所持有的全部亏损股票的比例)，和获利实现的比例(占所持有的全部赢利股票的比例)。

结果你瞧，奥迪安发现，那些个人投资者平均卖出了15%的获利股票，而仅仅卖出了9%的亏损股票。也就是说，个人投资者们卖掉一只获利股票的机会是卖掉一只亏损股票机会的1.7倍(图6.21)。

持有一只亏损股票最常见的理由之一，是相信它会反弹回去。触发这一想法的，是一大堆心理弱点，从过分乐观和过分自负到自我归因的偏见(把好的结果归功于技巧，把坏的结果纯粹归咎于霉

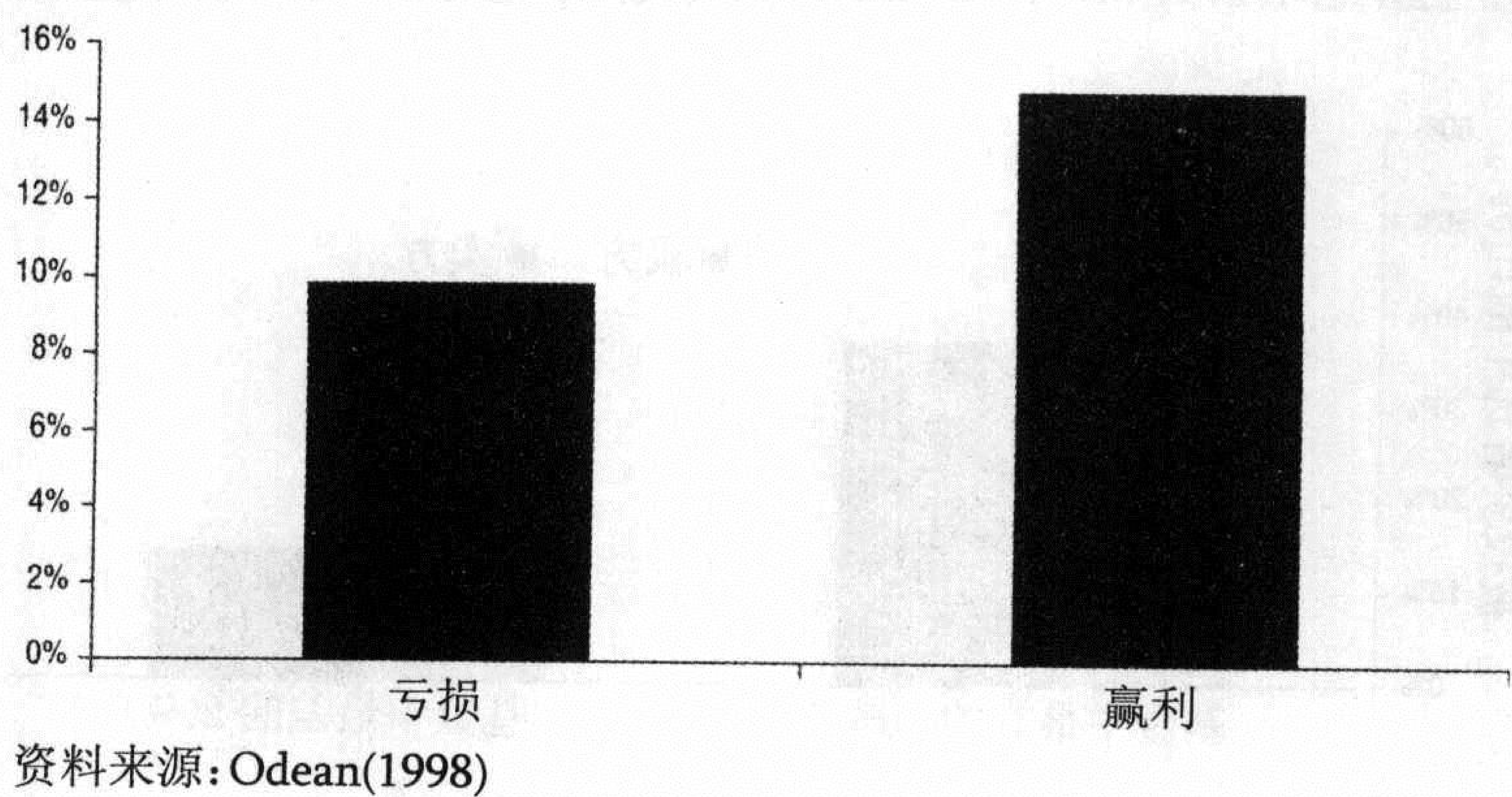


图 6.21 亏损和赢利兑现的比例：美国个人投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运)。奥迪安决定调查一下，看投资者对他们继续持有的亏损股票所下的赌注是否正确。可惜的是，他发现被卖掉的那些获利股票表现的要比这些被持有的亏损股票好，它们的回报每年平均要高出3.4%。

奥迪安还研究了共同基金(而不是直接的股票)的投资者行为。这次的时间跨度是1990年到1996年，涵盖了大约32000个持有共同基金的家庭。他这次所揭示出的模式和已有的那些证据非常相似。就买进而言，投资者买进的共同基金中，大约有54%是历史业绩排名在前20%的基金(也就是说，投资者们追逐以前的赢家)。然而，就卖出而言，在投资者抛出的所有共同基金中，只有14%是历史业绩排名倒数那20%的。实际上由此得知，共同基金的投资者们卖出一只赢利基金的机会是卖出一只亏损基金的2.5倍(图6.22)。

专业投资者们对这种发现常常表现出很大的蔑视。一般来说，他们认为行为金融学所有的这些胡说八道都只对散户投资者有效，对他们并不适用。这似乎正是那个关键行为特征的典型例证——过分自负。

只是很可惜，这种过分自负看上去用错了地方。金融研究者安德鲁·弗兰兹尼(Andrea Frazzini)最近调查了一下共同基金管理人

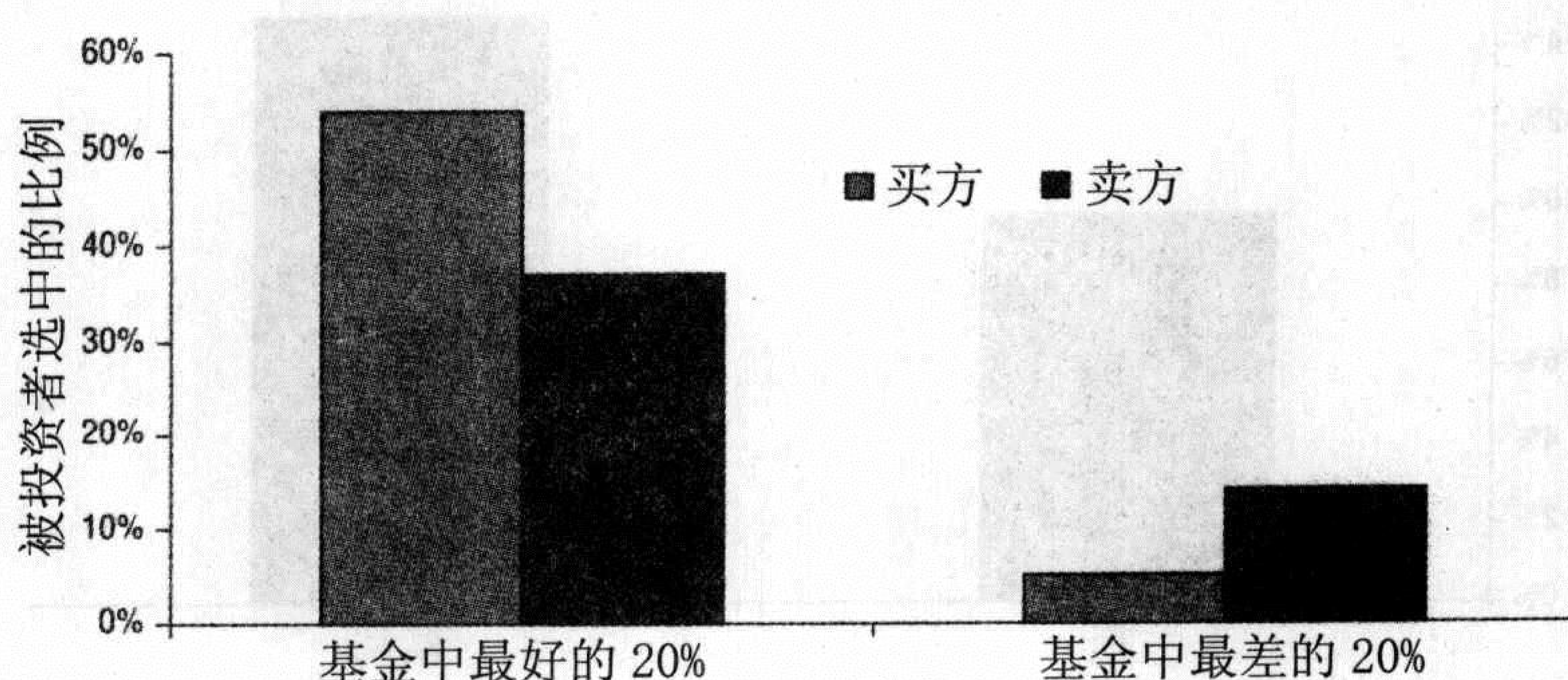


图 6.22 最好与最差基金的买卖比例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

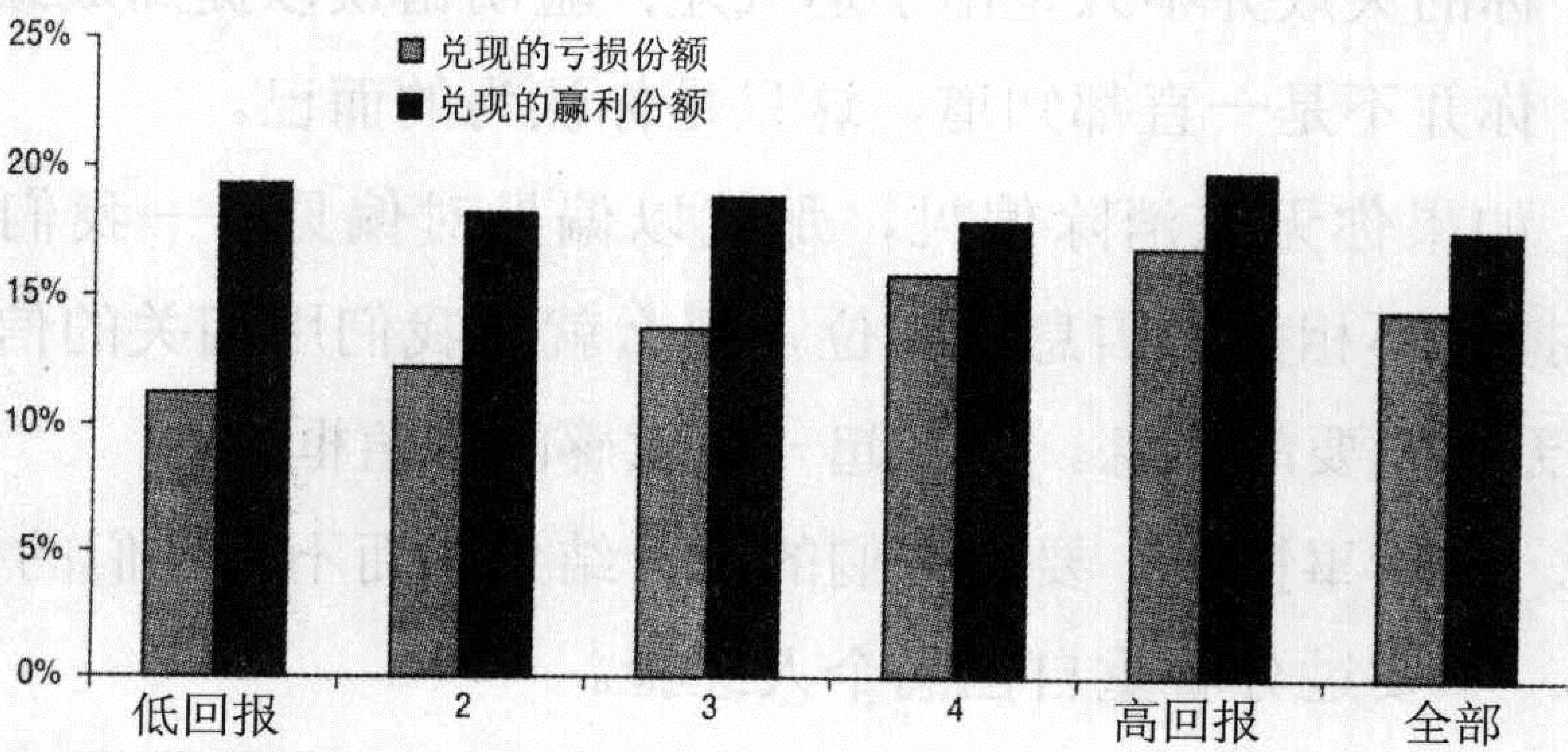
的行为，发现即使经验如此丰富，这些专业人士们似乎仍然没有摆脱“损失厌憎”。

弗兰兹尼分析了共同基金在1980年到2002年之间的持有和交易。他的最终样本有将近30000个美国国内的共同基金。正如奥迪安，他发现专业的资金管理人似乎也有“损失厌憎”。那么多的基金中，他发现有17.6%的赢利被兑现了，而只有14.5%的亏损被兑现。因此，专业投资人士卖出赢利股票的机会是其卖出亏损股票机会的1.2倍。

而且，弗兰兹尼把分析更进了一步。他用过去12个月的业绩给这些共同基金排行。结果显示在图6.23中。业绩最好的基金是那些亏损兑现率最高的(即对损失的厌憎程度最轻的)。表现最好的基金砍掉获利的机会要比砍掉亏损的机会少1.2倍。

表现最差的基金把亏损兑现掉的比例是最低的。实际上，表现最差的基金显示出了和散户投资者几乎相同程度的损失厌憎。他们卖掉获利盘的机会是卖掉亏损盘的1.7倍。

对于损失厌憎的有力证据，要提请投资者们多加关注。怀着所



资料来源：Frazzini(2004)

图6.23 亏损和赢利兑现的比例：美国国内共同基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有的偏见，每个人可能都认为自己比其他人更能够抵抗损失厌憎。这种情况造成的现实是，我们似乎都可能染上对损失的恐惧。对于任何成功的投资来说，克服这一点是首要的。

结 论

这 10 个偏见大概是投资者们碰到的最主要的心理绊脚石。我们也许可以试一试下面的 15 条规则，以避免被它们匆忙绊倒：

1. 这些偏见我有、你有、大家有。

2. 你的所知比自己认为的要少。

3. 努力把注意力集中在客观事实上，而不是听故事。

4. 更多的信息并不等于更好的信息。

5. 对一则信息，要想一想它是高强度低分量，还是低强度高分量。

6. 寻求那些不认同你的信息。

7. 你的失败并不只是由于运气差；验明错误以提高成绩。

8. 你并不是一直都知道，这只是你认为的而已。

9. 如果你无法消除偏见，那就以偏见对偏见——我们都知道人们会抓住不相关的信息来定位，那么就让我们用相关的信息来代替那些无关紧要的信息。建立起一个敏感的价值框架。

10. 判断事情时，要看它们的统计结果，而不是它们的样子。

11. 不要过分看重自己的个人经验。

12. 大的、生动的、容易回想的事件并不真是你所以为的那样。

13. 接收一则信息时不要停留在表面，要仔细思考一下它是如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何被呈现给你的。

14. 不要只是因为自己拥有某件东西，就赋予它更多的价值。

15. 把你的亏损盘砍掉，持有你的获利盘。

当然，这些看上去也许都很显而易见。然而，它们有点儿像那些新年计划，说起来容易做起来难。要想在投资中配合最好的心理实践，这要求你从每日那逼人的市场喧嚣中退后一步，懂得如何把心理学上的发现应用到自己的实际行为上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章　方式即目的

比尔·邦纳

比尔·邦纳 (Bill Bonner)是埃高拉(Agora)出版集团的总裁兼首席执行官。这是最大的金融出版公司之一。它的总部设在巴尔的摩，分部遍及伦敦、巴黎、爱尔兰、波恩和约翰纳斯堡。他还是《每日评估》("The Daily Reckoning") 的创刊者和主要撰稿人，那是一份用电子邮件发放的独立财经通讯 (www.dailyreckoning.com)。这个通讯现在有 50 万读者，有德语版和法语版。比尔还与人合写了那本最佳畅销书《财富结算日》("Financial Reckoning Day")。

比尔是 6 个优秀孩子的父亲。他和妻子伊莉莎白把全家搬到了巴黎，让孩子们见识一下美国以外的世界，学习一门新的语言。他的孩子大多数都能流利地说两到三种语言。后来他在法国南部的一个小乡村买了一座城堡，也就是一大堆旧石头，然后给孩子们排班，让他们利用暑假和周末来帮忙，帮自己把这座城堡修复起来。我有幸拜访过他们几次，对他调动孩子们干活的能力十分惊讶。如果他能把这秘诀写成一份报告，那肯定会非常畅销。

比尔是我偏爱的一位作者。我常说，当我阅读他的文章时，我感到自己就像是一个面前有一幅伦勃朗作品的油漆工。他爱好自由意志，与奥地利的经济界过往甚密，是一个蔑视偶像的读者和思想者。比尔写作这篇异常幽默但是透彻尖锐的文章时，正处在他周期性的愤世嫉俗中，思考着政府和经济方面的问题。下面就是编辑后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的这篇文章，比尔在里面表现了自己对政府干预经济这一愚蠢行径的看法。

——编者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、方式即目的

经济学被称为是一门“令人沮丧的科学”(Dismal Science)。可即使这种说法也是媚俗和具有欺骗性的。经济学令人沮丧，但它不是科学。它在最好的时候也只不过是窥阴癖——从人们的窗口窥视，看他们奔来跑去的忙生意，努力想弄清楚自己在做的事情。而它在最差的时候，则会自命不凡地从理论上教导使笨人变得聪明些的方法。

亲爱的读者，我们很怀疑你对经济有特别的兴趣，因为我们知道自己是没有的。我们愿意给别人做顾问提建议，是因为有经济学家们在帮忙。另外，我们无法抗拒精彩的喜剧或者一个能够指指点点、咯咯傻笑的好机会。我们注意经济学家和政治家的样子，就像那些观看小丑的孩子们——我们等不及地要看他们的脑袋被重重敲上一下，或者互相把对方绊倒。

然而，能逗人乐的，就也是能发人深省的。小丑不也是人吗？他们不也是一部分的人类生命……人类组织……人类经济吗？经济学家和政治家一样，驱动他们的动机与驱动所有其他人的并无二样。他们有的想要权力，有的想要荣誉，有的想要钱——有的三样都想要。但是他们怎样才能得到呢？我们能不能别去观察政治家和经济学家，而从自己身上学点儿什么呢？

政治家和经济学家有许多自负的地方，其中之一就是认为自己莫名奇妙地与众不同。他们就像上帝，或者说他们假装像上帝那样有看透未来的能力，并且在未来发生前就改造它。如果没有在他们的簿子上登记，去打扰一下他们那敏感的灵魂，那么即使一只麻雀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也不能落在一堆废弃的土地上。因为他们声称，自己除了想把世界变得更美好，再也没有任何其他的野心。他们的嘴唇既不沾酒也不沾肉，更不会说假话。他们发誓自己不求物质没有欲望——除了全人类的改善。他们通过法律，制定法规和条例，就好像他们是全人类的主宰者，肆意摆弄，直到把人们被驯服。他们既然漂浮在人类的上方，那么自然就不会有那些正常的需求。而我们这些其余的人则像浣熊那样穷尽一生找寻着一只没有桶盖的垃圾桶。除非把我们关在一只小笼子里，否则天知道我们会干出什么事来？

感谢老天，我们有了领路人！思想家！理论家和他们的那些“主义”们。以及捆绑老鼠的绳子……他们不仅仅准备好要防止我们互相伤害，而且还给了我们道德感。我们以自己的方式去寻求个人的幸福是不够的，还必须解放苏台德地区！废除贫穷！为民主建立一个安全的世界！我们必须意识到自己明摆着的使命……并且为德国人民提供生存空间！无失业人员！最低工资！一言既出，驷马难追！

我们提出这些是要嘲笑它，也是要得到指导。我们一直被教育着要尊敬领导人和制定观念的人，从来没人告诉我们几乎他们所有的话都是些从自己利益出发的废话，而大多数他们的所作所为也是自相矛盾的、具有欺骗性的，有时候甚至是致命的。但是我们直觉地意识到，他们也不过是有血有肉的人。这就是为什么当媒体曝光某个政府官员和秘书的桃色事件或者揭露某个公众人物的财务丑闻时，我们会感到如此变态的愉悦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、凯恩斯主义在20世纪

20世纪初，凯恩斯提出了一个关于经济的新观点。他认为，当货币紧张时，政府可以用增加信用度的办法来解脱商业衰退的困境。也就是说，用更多的消费来弥补消费者和商人的消费不足。他一时兴起，建议把一罐罐现金到处藏在孩子们能找到的地方，把钱花掉，振兴经济。政治家热爱这个观点，凯恩斯对他们如何能大规模地干预私事进行了说明。

这个新观点流行了起来。很快，对于那些主要国家的政府部门该如何执行这个新主义，经济学家们提出了种种建议。而这个新系统是个骗局，这一点似乎没人在意。新的资金从何而来？那是谁的钱？如果资金的所有者认为与其花掉还不如存起来，那么是什么使经济学家们认为自己的想法更好呢？凯恩斯主义者们的所有做法就是以他们自己的猜测来替代成百上千万普通公民的私人和个人的经济意愿，以他们那虚假的资金和信用来替代真实的东西。他们诉诸弗兰茨•奥本海默(Franz Oppenheimer)所称的“政治方式”，而不是让正常的“经济方式”去自行其是。

亲爱的读者，世上只有两种方式可以得到你生命中想要的东西：诚实的方式和不诚实的方式，或者说经济方式和政治方式，或者劝说和强权，或者说文明的方式和野蛮的方式。只要经济学家们仅仅是从窗口里窥视，那么他们就不过是些无害的疯子。但是当他们着手开始用一些手段——不是把别人的资金提供出来，就是用人为的低利率骗人，再不就印刷些不以真实价值(比如黄金)为根基的货币——让人们照他们的希望做时，他们就成了在用政治方式达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己的目的。他们就站到了黑暗的那边。

凯恩斯主义的“改进方法”的第一次应用是在20年代，当时的美联储主席本杰明·斯特朗(Benjamin Strong)决定往美国经济里加一小杯威士忌酒，就降低利率使货币贬值，往已经滚烫的股票市场里又添了把火。30年代，当经济正在从宿醉中复苏时，他们又这么干了一次。可以预见，结果是灾难性的。紧接着就出来了一些经济学家，又是道歉又是解释，并且出了一些自己的馊主意。极少有人像罗伯特·卢卡斯(Robert Lucas)和穆瑞·罗斯巴德(Murray Rothbard)那样，指出用政治方式是无法真正改进经济成效的。

如果一个国民大会仅仅用通过法令就可以使国民致富，那我们早就全都成了亿万富翁。政治大会通过了大批法令，并且似乎有能力执行任何提出的法规。如果法律能够使人民富裕，那就算只凭运气，也早该有某个地方的某个大会发现那条神奇的法规了。可每条法规不是使人们更加富裕，而是使人们更加贫穷。每次使用政治手段时，那些让人们实际上得到了他们想要的东西的私人而文明的经济秩序就要受到干涉。有个人做鞋子，另外有个人种土豆。种土豆的人要到那位老兄那儿去买双鞋子，他必须用两袋土豆来换一双鞋。可好事者出现了，他告诉鞋店老板，要他必须收取三袋土豆，这样就可以用一袋土豆向好事者本人交税。还有，他得在店里安装一个警报系统，买顶安全帽，最少要给店员多少工资，以及一大堆诸如此类的冠冕堂皇的形式。当土豆农场主终于到了鞋店时，被告知一双鞋子要用七袋土豆来换！做鞋的老兄为了能使效益和起初收取两袋时一样，不得不收取这个数目。结果土豆老兄说，“谢谢，我不要了。这个价钱我可买不起。”

可经济学家却说种土豆的人需要的是更多的钱！他们加了一句，说货币供应的速度没有跟上，这就是他们之所以一开始就敦促

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政府设置联邦储备基金的原因。他们想要一个辅助性的汇率来配合他们那滑稽可笑的计划。他们说，黄金挺好，只是和社会性有抵触，它拒绝发展，反对为新的社会项目提供资金，简直太任性了！很清楚，当我们面对战争或者一个伟大的国家目的时，我们需要的是更加具有爱国主义精神的货币。而黄金优柔寡断，讳莫如深，独善其身，它既不提出建议，也不给予鼓励。我们需要的是更具有大众精神的货币，也就是公众基金的来源，一种灵活的、可以扩展的国家外汇，一种我们可以经营的政治货币。我们需要和黄金无关的美元。

自从作为美国中央银行的联邦储备系统创立后，黄金在许多年里一直都坚定不移地一动不动。现在的一盎司黄金和 1913 年的一盎司黄金能买到的物品和服务一样多。而美元却一直亦步亦趋地紧跟着那些华而不实的政治形势——欧洲战争、新政、第二次世界大战、冷战、越南战争、消灭贫穷的战争、消灭文盲的战争、新边疆政策、伟大社会运动、社会安全、医疗保险、医疗补助、伊拉克战争、与恐怖分子的战争……这张单子又长又臭。其结果呢，猜猜看现在的一美元和 1913 年的一美元相比，实际价值是多少？5 美分！

凯恩斯经济学说是个骗局。供应说是个骗子。美元本身是个诡计。所有这些都是被人出于好心好意发展起来的，但是这些好心好意不但修起了一条通往地狱的大道，而且还给这条道铺上了柏油。大道平展，毫无刹车用武之地。一旦上路，再不能停。

目前，美国也许正滑向某个地狱。半个世纪的自负已经制造出了一批像它的货币那样轻信的人民。美国人乐意相信任何事情，并且随时都愿意配合。但是等他们发现自己所依赖的所有的政治方式——虚假的资金、法律、法规、战争——使自己更为贫穷时，他们将会非常失望。而那时我们才真的需要笼子了呢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、作为经济工具的道德

德国的大学是世界上最好的大学之一。有人甚至认为德国的科学家和哲学家就是世界上最好的。那么当时这些聪明人的想法会是什么呢？他们一定把各种事情都想到了，并且在不同计划之间进行了审慎考虑。一定有人说，犹太人令人讨厌，而一定有另外的人说，犹太人是很好的商人。有人也许认为，我们一定要战胜俄国；而另外的人则也许在想，要避免前后受敌。可考虑的方方面面有很多，人们可以爱怎么想就怎么想。

一个旁观者会怎么想呢？在没有任何逻辑能够劝说希特勒放弃他选择的使命时，一个旁观者能怎么做呢？牧师会说，“爱那个罪人，但是憎恨他的罪行。”这一点很有用……种族灭绝是件坏事，这根本毋庸置疑。

人们许多年来也一直对凯恩斯经济学有所争议。如果我们要给年轻人或者甚至老年人一个建议，有什么比不要傲慢自大更好的呢？正是强烈的虚荣使一个政治家趾高气扬得意忘形，使一个经济学家摆弄地球。虚荣使他认为自己的计划如此重要，如此善意，以致可以压倒其他成百上千万人的计划。正是虚荣使他认为自己比其他成年人更加知道那些人应该如何生活如何花钱。

然而，我们都喜欢照镜子，这也是人性。没有一定的傲慢自大，政治家怎么才能让自己的名字出现在报纸上呢？他不就终其一生会生活在伟大人物的阴影下了吗？他不就会被认为是一个好人，生意上被欺负，酒会上被冷落了吗？他的敌人不就会升官发财，当大企业的老总，娶人人艳羡的老婆了吗？即使被那些认真的人当作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

傲慢自大的小丑，可这个“了不起”的人在许多人眼里不还是胜利者吗？

要是这世界更简单些就好了。要是我们认为那些应该获胜的人能获胜就好了！要是挂在小丑们脖子上的是标示，而不是他们胸前的奖牌就好了！

然而，我们抱定一个固执的信念，继续沉默地旁观，认为谦虚是种美德，相信美德就会得到回报，而恶行将受到惩罚。我们见过恶行是如何在公众范围内受到惩罚的。当一个经济学家站到黑暗那边，开始告诉别人应该怎么做时，其结果总是无论在哪里都引起了彻底的灾难。经济灾难只不过是最仁慈的一种灾难。经济学家让人们丢了许多钱，可这些钱和那些成千上万被谋杀的人、被奴役的人、被饿死的人、或者以使世界更美好的名义被抓起来的人相比，又算得了什么？法国历史学家雷蒙德·阿若(Raymond Aron)写道：“对历史的传统延续、帝国的崛起和灭亡、制度间的对抗、以及大人物们灾难性或善意的剥削，人们往往会低估。”

“大人物们”的名字都记载在历史书里，刻在大理石上。至于“善意的剥削”，我们对此一无所知，因此假定阿若是在讽刺。另一方面，说到灾难性的剥削，那历史书里到处都是。那些人都希望“改进”，而且几乎所有这些人都乐意诉诸武力来看到这些“改进”实现。

在他们做了如此大的努力之后，世界更美好了吗？我们不知道。天啊，你永远也无法知道你的行动会导致什么，也无法知道你周围的世界下一步将会发生什么。那么，一个人该怎么办呢？存在主义者说，你所能做的就是把自己投入进去，努力使世界更美好。可这正是所有的世界改进者和“伟大的领导者们”所做的事情。而我们对此却有另外一个建议：管好你自己就行了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我恳求您以基督的胸怀来考虑一下，您也许是错误的，”克伦威尔(Oliver Cromwell)在1650年给苏格兰教堂的圣会写道。

从事公众事务，你多半都会做错。如果你的建议涉及到强迫他人做什么事情……或者骗他们去做……或者用其他任何政治手段来获取你想要的，就几乎可以肯定你错了。因为你纯粹是在干涉他人的追求和他们自己想要实现的经济意愿。没有什么可以改善数百万自由人的个人安排。没有任何方式比经济方式更能使人们得到他们想要的，也就是说，他们根据自己的情况制定出的私人的、文明的、自愿的计划。任何干预这些私人交易或者买卖或者计划的企图，不可避免地会引起麻烦。人们已经知道自己想要什么了。他们的那些私人安排就是为此而设计的。领导者所能做的，是把他们从实际上想要的东西上转移开，朝向某个理论上的物品，而这种东西最后总会变得对所有人都没有好处。

一个谦虚的人不会想要去告诉其他成年人该做什么。他对能够把握自己的行为就已经感到很庆幸了，更别说还去命令其他数百万人。 他对自己的所作所为是否正确永远也无法彻底肯定。而且在他自己的私人世界里，一旦他发现了错误，那么他就是那个付出代价的人。他通常会很快改正错误——或者如果他爱好自我摧毁的话，也知道该怎么办。他也许能够实现自己的心愿，也许不能，但是只要他坚持经济意愿，那就至少不会进地狱。

无论伟大还是渺小，人类想要的东西多少都一样：权力、金钱、声望、地位。用文明的方式来得到它们，也就是说，以勤奋工作去获取它们，使自己配得上它们，会是一条艰难漫长的道路。而且说不定在你快要到达目的地时，就被一道闪电给击中了。这就是欺骗——采取不诚实的行为、抄政治捷径——的诱惑几乎难以抗拒的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你遇见了一位美丽的女人，而且你知道自己不会再见到她，不会有什么损失，你也许就会想用自己的方法来对付她了：诱惑性的谎言或者残酷的暴力——也就是说，如果你是个流氓的话。但是，如果你余生都必须和她一起度过时，就会谨慎很多。强迫和谎言都无法持久，你得用别的方法。在政治、战争、以及通奸中大放光芒的那些素质，比如坚强、机智、高深莫测、能不动声色地撒谎，往往正是能够使你的余生陷入麻烦的素质。

我们不够聪明，无法知道一个人改造世界的计划是否真的会使世界更美好。我们所知道的只是这个人所使用的方式是否文明。这就是那些历史魔鬼——伟大的领导者、世界改造者、大人物、中央银行家、阴谋家——的问题所在。并不是说他们的想法蛮横无理，而是他们求助于政治方式来得到自己想要的。

“坏男孩”也许能把女孩弄上手，但却很难留住她们。好丈夫也许比较沉闷，但一个聪明的女人会像对待一套古老的瓷器那样珍惜他们。同样，一个商人可以用欺骗来获取暂时的利润；一个强权者也能侵入邻国，领略一下站在了世界之巅——就那么一会儿——的假象；一个脾气急躁的人在被邻居的垃圾弄得很不痛快时，也许就会决定向那人开枪；一个女人在被丈夫激怒后，也许就会决定把他打翻；这些都是解决问题的办法。但是任何一种情况下，只要诉诸政治方式来达到自己所渴望的目的，就已经把他们推到生命的恶性中去了。他们的行为不再是文明的，而是野蛮的。他们所做的事情，正是牧师要你憎恨的事情。他们所做的是带来霉运的事情……是上帝要惩罚的事情……是使他人产生报复欲望的事情。

当然，就我们所知，这些故事全都有个大团圆的结局。把老公打翻在地的那个女人也许对结果非常满意。商人也许用欺骗客户赚来的钱在华尔街上发了财。因果报应是我们凡人无法知道的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目的在我们之外。我们永远不知道会发生什么。也不知道上帝本人的计划——无论是对我们的，还是对世界的。我们所有的只是方式。那是我们唯一能够控制的。如果我们用文明人的方式，也就是经济方式去获取我们想要的，那么我们不一定能够得到自己想要的，却至少会配得上自己想要的了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章　多赚 2%

罗伯·阿诺特

罗伯·阿诺特(Rob Arnott)就是那样一种人，什么事情只要沾上手，那就一定是最好的，很少有例外。他是联合研究公司(Research Affiliates) 的总裁，为 PIMCO 经营一个 80 亿美元的基金 (到 2005 年底很可能就是 100 亿了)，同时还管理了几个对冲基金，并且正在发行一个或者两个指数基金。他也是《金融分析师》(Financial Analysts Journal) 的编辑之一，那是投资和金融界最具权威性的杂志之一。罗伯在各种报刊杂志上发表了 60 多篇文章，例如《金融分析师》 (Financial Analysts Journal)，《投资组合管理》(Journal of Portfolio Management)，《哈佛商业评论》(Harvard Business Review)等。他获得过五次由特许金融分析师协会 (CFA) 颁发的 Graham and Dodd Scrolls Award，两次由《投资组合管理》与《机构投资者》联合颁发的最佳文章奖 Bernstein-Fabozzi/Jacobs-Levy Award。这相当于在主要联赛中被选为最佳球员 (MVP)。

罗伯是个品酒专家 (所以深夜去他家讨论问题绝对是个好主意)。他收集老式摩托，是个很好的朋友。这里，他告诉我们如何仅凭调整我们的投资组合就能每年从股市中多赚 2% 。

——编者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、多赚 2%

现代金融学最重要的模式之一就是资本资产定价模型(CAPM)。它是许多指数模式的基础，特别是像标准普尔 500 那样的资本加权指数。指数基金和资本加权指数中有个人和机构投资者投入的数百亿美元，这是很了不得的。

二、对资本加权投资的强度进行评估

对我们大多数人来说，最大的赌注就是股票。投入的是否正确？要想知道这个，先来假设我们有一个完美的水晶球。它无法告诉我们每一项资产在以后几年的股票价格，但是却能告诉我们从自己的每一项投资中将会得到的现金流量，直至永远的未来。它使我们能够计算市场中每一个资产真实的公允价值(fair value)，即所有的未来现金流量在折扣后的净现值(NPV)。

如果我们知道一家公司的未来收益，也知道要调整所持股票的风险我们所需要的利率或者回报率，那就能够得出该股目前价格的公允价值。从本质上来说，其公允价值就是我们愿意为得到那些未来收益所付的价格。

如果我们都知道真实的公允价值，那么市场价值就会符合那个价值。在这个世界上，只要在提高回报的同时没有增加风险，那么资本资产定价模型就会是准确的。用金融界的话来说，这个指数就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完全会是均值-方差有效(mean-variance efficient)。

现在来假设这只水晶球有一点点浑浊，我们无法清晰准确地看到未来，我们不知道真正的公允价值。但是，我们知道每只股票、每个资产、每只债券都会在它最终的真实公允价值上下范围内交易。即使有效市场假说最浪漫的粉丝也会说，“这很合理，事实如此。”

现在，如果每项资产都在它真实的公允价值上下交易的话，那么任何一个资本加权(价格加权或者价值加权)的指数都会自动使我们过多地接触交易高于其真实公允价值的每个资产，而过少地接触那些交易低于其真实公允价值的资产。指数中一大半都会被投资于价值过高的那一半市场中，原因很简单，资产的指数权重与定价错误的大小直接相关。

真实的公允价值未知，这个想法并不只是在玩弄智力游戏。对市场它有具体的含义。它意味着绝大多数投资市场所依赖的资本加权指数从根本上在结构上存在缺陷，它自然而然地会给预那些高于其公允价值的股票更多的权重，而轻视那些低于其公允价值的股票。

我们来看一下它对回报的影响。如果你把大部分钱都投入到高于其公允价值的资产，与此对应，只有一小部分投入给低于其公允价值的资产，那么你就会得到一个“回报减速器”。资本加权指数所产生的回报是低于本来应有的回报的，或者说，低于一个真实公允价值加权的投资组合所产生的回报。重要的是，它们的回报率也低于那种价值漠然指数(valuation-indifferent index，指不是建立在公司的价值、市盈率、或者面值等等上的指数)。

投资于等量指数：一个更好的选择。

如果你组建一个价值漠然指数，不关心市盈率，不关心市值，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么回报减速器就会消失。甚至你还能做得更好，你还能把回报量化。它大约是每年 2%到 4%。有多少经理人能长期做到每年稳定增加 2%到 4%呢？太少了。

等量指数就能够做到这一点。它意味着往每只股票里投入相同数量的资金，无论这只股票的价格是多少。尽管这是个有严重缺陷的指数，但是等量加权的效果会超过胜过资本加权。许多观察者认为，等量指数之所以能胜过主流的资本加权指数，是因为它们倾向于小盘股。小公司战胜了大公司是因为价值偏差，廉价股超过了高价股。这太不对了。

所谓等量加权，即以漠视价值的方式组建投资组合：无论股价高还是低，它都会使低估大盘股的重要性，高估小盘股的重要性。不像资本加权指数，每只价值被高估的股票的重要性也被高估。在等量加权指数中，运气是均等的，50/50。无论价值被低估还是高估，你把它们看得过轻或者过重的机会是同等的。

我们来看一个具体例子。假设我们有两组股票。其中一组全是价值被高估的公司，而另一组则全是价值被低估的公司。所有股票的真实公允价值都是 100 美元，不过市场并不知道这个公允价值。市场认为其中一组股票的实际价值 50 美元，认为另一组的实际价值是 150 美元，对两组的估价都错了。资本加权的投资把 75%投入到了价值高估的那一组。

现在，假设过了 10 年后，错误得到了纠正，两组股票都到了 100 美元。然而，由于各种各样的新闻和分析报告，投资者认为其中某些公司现在看上去情况很不妙，而另一些公司现在则看上去很不错，因此每家公司中有产生了一个新的 50%的错误。根据起初那两个组合中每只股票价值被高估或者和被低估的新情况，投资又进行了重新配置。其结果是一种稳定状态：错误的大小保持稳定，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是以前的错误得到了纠正，代之以新的错误。

在这种情况下，长期资本加权的投资回报为零。你一无所获。

那么，一个价值漠然的投资组合又怎样呢？它没有像资本加权的投资组合那样，把75%投入价值高估的那组，25%投入价值低估的那组，而是随意投入了50%的价值高估股票，50%的价值低估股票。前者下跌了33%，后者却翻了一番。因此，价值漠然的投资组合所获取的回报是它们的平均值，也就是说，33%（第一组从价值100美元跌到了67美元。第二组从价值100美元增长到了200美元。200美元的投资利润为67美元，即33%。）。回报率是每年2.8%，每年按复利方式计算。而即使我们无法知道哪只股票的价值被高估哪只股票的价值被低估，资本加权也会使我们的成本提高2.8%。

真实公允价值的不确定性的含义之一，就是我们应该对一种“副作用”有所期待，即，一般来说，大型资本规模的股票随着时间应该比小型资本规模的股票表现要好。为什么吗？假设我们的水晶球使我们知道了10家真实公允价值最高的公司名单。那么，真实公允价值最高的那家公司同时也是资本规模最大的那家的可能性有多大？某个价值较低的公司很可能会因为足够的阳性错误（价值被高估）而光芒盖过排名第一的那家资本规模最大的公司。当市场寻求公司的真实公允价值时，阳性价格错误就成了回报减速器。

这意味着，大多数时间，资本规模最大的公司应该比普通股票的表现差。是吗？是的！

在2005年4月到5月的那期《金融分析师》上，我发表了一篇简短的研究报告。文章中，我追溯了过去的80年，问了一个问题。“在今后的一年、三年、五年、以及10年内，市值排名第一的股票表现超过普通股票的次数会有多少？”答案很简单，平均说来，似乎在今后的10年内，大约80%的时间市值最大的股票都不会超过普

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通股票。而其差距甚为惊人：今后的10年中，市值最大的公司比普通股票要平均低上40到50个百分点。请看表8.1。

表 8.1 大型资本规模的公司与市场平均水平相比

大盘股票击败一般股票的频率是多少？				
	1年后	3年后	5年后	10年后
1926~2004	38%	30%	25%	24%
标准偏差	49%	46%	44%	43%
调整后的下一统计量	-2.2	-3.1	-3.0	-2.4
1964~2004	34%	26%	19%	16%
标准偏差	48%	44%	40%	37%
调整后的下一统计量	-2.1	-2.8	-2.9	-2.6
相应的回报比较				
1926~2004				
标准偏差	-7.1%	-15.4%	-24.0%	-39.9%
1964~2004				
标准偏差	-9.3%	-18.7%	-29.3%	-47.8%

资料来源：Research Affiliates,LLC

你会觉得排名前10的公司也应该遵循同样的模式，只是可靠性低一点。10家真实公允价值最高的公司正好全都是10家市值最大的公司，这种可能性有多大？几乎没有。前10名中有些的确应该在那个位置，它们的真实公允价值极高，市值也很大。可也有一些名不副实。错误的对称性会把某些公司推到它们并不配的市值前10名中，由于对这种公司的前景过分乐观，它被推进了前10名中，并把某些本来应该在这个位置，但未来前景被市场低估了的公司挤了出去，挤出了前10名。

我们的发现是什么呢？随着时间，平均说来，在以后的10年内，顶级股票中有10只里面有7只的表现要比一般股票差，有3只的表现会比一般股票好。表现差的比例也非常大，但是比第一名要好些：如表8.2所显示的，10年内26个百分点。

资本加权的投资组合是一次"清场"，也就是说，它跨越整个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8.2 顶级股票和普通股票相比

顶级股票跑赢市场平均水平的比例是多少？				
	1 年后	3 年后	5 年后	10 年后
1926~2004	45%	41%	38%	32%
标准偏差	27%	26%	25%	25%
调整后的下一统计量	−2.9	−2.8	−3.0	−3.2
1964~2004	40%	37%	32%	29%
标准偏差	26%	25%	22%	22%
调整后的下一统计量	−5.4	−4.2	−4.8	−3.9
相应的回报比较				
1926~2004	−2.9%	−9.6%	−15.0%	−26.2%
标准偏差	2.7%	4.7%	7.1%	13.6%
1964~2004	−3.6%	−9.6%	−19.7%	−30.7%
标准偏差	4.4%	6.0%	8.3%	18.5%

资料来源：Research Affiliates.LLC

市场，对股票的配置比例与市场拥有那些资产的比例一模一样——还带了一个非常容易除去的回报减速器。我们该如何化解这一事实呢？

三、每年获取 2%

这把我们又带回了金融理论，特别是资本资产定价模型(那个 CAPM)。根据这个模型(有一系列的前提和验证)，市场出清(market-clearing)的投资组合必须为均值－方差有效。用通俗易懂的话来说，就是一个和整个市场不但拥有同样的资产，并且所拥有的比例也一样的投资组合，不可能在低风险的状态下表现比其他任何组合差，它是个“理想的”投资组合。CAPM 还建议，市场中每家资产的预期回报都能够在市场的预期回报基础上被精确地计算出来。

如果一家资产常常会把市场波动以二对一扩大(用金融术语来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，贝塔系数是2.0)，那么它的预期回报相对现金收益来说就会正好是它两倍那么高，就像市场溢价和现金收益的关系那样。CAPM的这些理论被广泛接受，广泛使用，并且明显证明是错误的。

一个简单的事实是，如果你的市场组合包罗万象：每只股票、每个债券、每所房子、每幢办公楼、每样你在这个地球上所能投资的东西，甚至包括人力资本，那么这个模型就会有效。然而没有一个这样的指数，它不存在，也永远不会存在。你可以立刻说标准普尔500不是一个这样的市场，而且那些说它有效因为它就是市场的人都没理解这个意思：它不是这样的市场。

另外一个问题是，为了使数学证明有效，CAPM把一些假设前提简单化了：

(1) 所有的投资者都是理性的。

(2) 所有人对风险的承受力都是一样的。

(3) 投资者们可以以同样的无风险利率借贷和放贷，并且没有限制。

(4) 投资者们对投资组合中杠杆比率毫不在意 (1000000:1? 没问题!)

(5) 没有税。

还有别的假设前提，不过这些是主要的。我确信读者们会认为这些前提完全合理(可别！)。

因此，显而易见，我们能够对资本加权进行改进。任何指数，只要是可复制的、客观的、透明的，并且集中于那些大型流动性强因此便于交易的公司，都是潜在的有用指数。任何一个这样的价值漠然指数的表现都应该超过资本加权的股票市场。如果我们不在乎市盈率，不在乎价格，不在乎我们所投资的资产规模，那么长期来看就应该超过资本加权。

我们该怎么做才能达到这个目标呢？我们可以用账面值来找出上千个最大的公司，创建一个账面值加权的指数。这样一来，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就不用在意价格或者市值，只注意账面值就好了。我们可以把指数建立在收入上——收入基数或者销售额最高的公司，并以收入或者销售额计算它们的权重。我们甚至可以以员工数为基础。美国员工数排名前 1000 的公司是哪些？他们雇用了多少员工？以雇员的人数为权数计算指数。

你可以任意选择一个能够抓住公司规模的方面，使你偏向那些大型流动性的、可复制的、客观的公司，但不用在意价值。这有效吗？绝对有效。

图 8.1 显示了资本规模最大的 1000 家公司经过过去的 43 年(最顶部的那道)能把你投资的每一美元变成大约 70 美元。那是美国资本市场历史上最大的牛市，从 1975 年到 1999 年，所取得的成绩。而如果我们用其他的任何一种衡量办法——任何一种，我们都能做得更好些。以其他这些可选择的权数来计算指数，平均来说，我们能做到比这个好不止两倍的结果，开始的每一美元能到后来的几乎 160 美元。这个差距是巨大的。看看 1999 年后发生的事情吧。标准普尔 500 指数在 5 年后，包括收入在内，整体回报仍然下降了 11%。

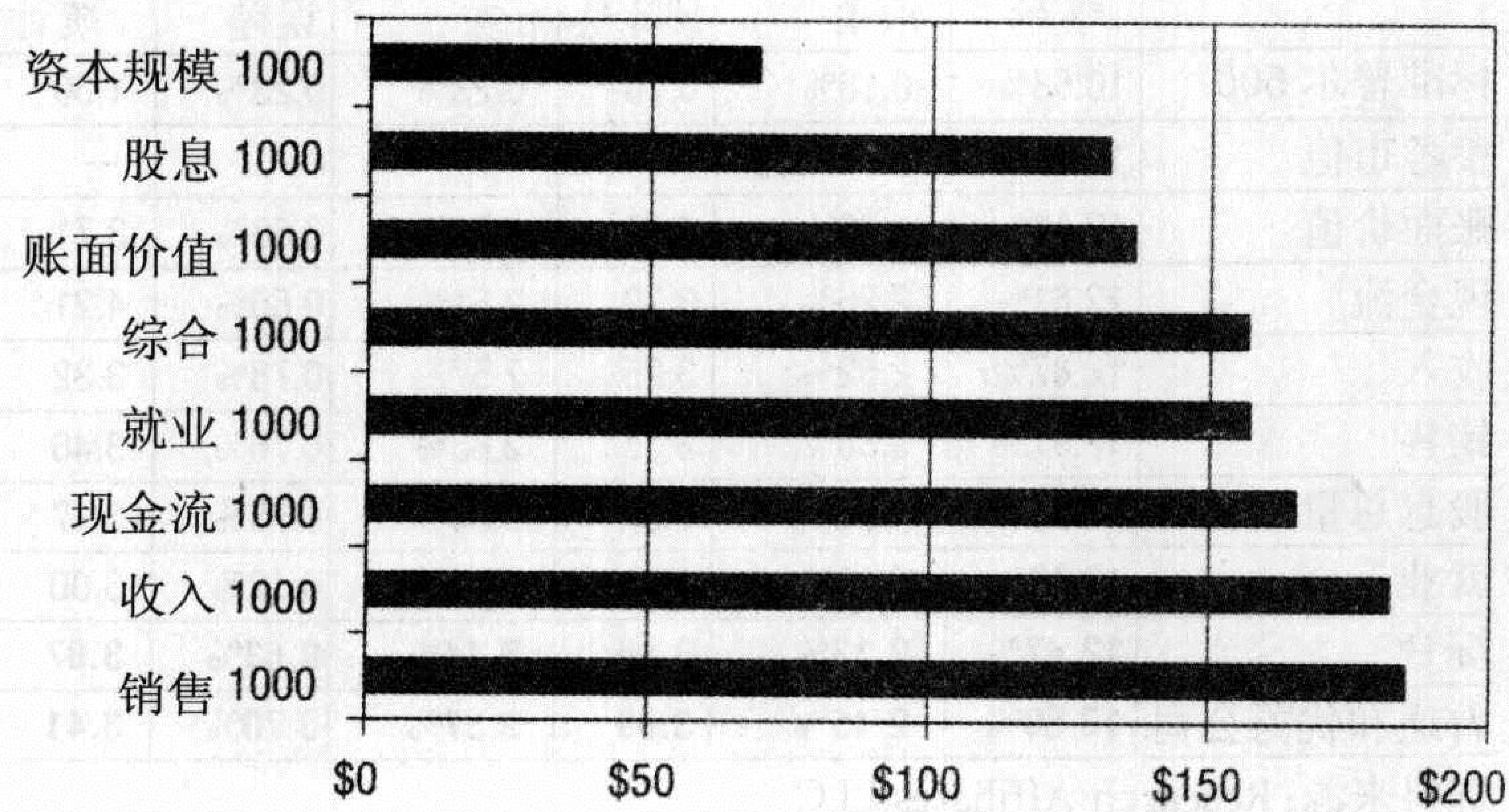


图 8.1　1 美元的增长在各基本面指数中的增长：1962~2004 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很清楚，基本面指数看上去的确比传统的资本加权指数具有结构优势。它随着时间会有怎样的表现呢？表 8.3 中，几何收益是最左边那栏。过去 43 年，标准普尔 500 的收益率每年为 10.53%。参考市值——未经标准普尔指数挑选时的市值最大的 1000 家公司——比它低了大约 0.18%，年收益为 10.35%。这么计算是要给我们一个公平的同类比较。含 1000 只股票的加权办法各不相同。基本面指数的平均效益吗？最差的基本面指数也有 12.01%的年收益率，大大好过那些传统指数，而最好的则有几乎 13%。它们的平均水平是 12.5%，与有可比性的参考市值投资组合相比，整整多出了 2.15%。

如果我们进行风险调整，把大多数基本面指数的风险要低于资本加权指数这一事实考虑进去，那么我们在风险调节后的基础上每年另外增加了将近 2.5%。风险调整后的回报的统计显著性不在表格中——t-统计量接近 4.0。

表 8.3

	几何收益	额外回报相对参与市值	额外回报下一统计量	CAMP Alpha 值相对参考市值	标准误差	Alpha 为零时的下一统计量
标准普尔 500	10.53%	0.18%	0.76	0.23%	0.23%	1.00
参考市值	10.35%	—	—	—	—	—
账面价值	12.11%	1.76%	3.22	1.98%	0.53%	3.71
现金流	12.61%	2.26%	3.72	2.51%	0.60%	4.21
收入	12.87%	2.52%	3.25	2.57%	0.78%	3.32
销售	12.91%	2.56%	3.36	2.63%	0.76%	3.46
股息总量	12.01%	1.66%	2.02	2.39%	0.75%	3.17
就业	12.48%	2.13%	2.98	2.15%	0.72%	3.00
综合	**12.47%**	**2.12%**	**3.26**	**2.44%**	**0.63%**	**3.87**
普通和优秀公司	**12.50%**	**2.15%**	**3.09**	**2.37%**	**0.70%**	**3.41**

资料来源：Research Affiliates,LLC

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种方法是具有可持续性的。在经济发展时，你每年可以多挣 2%；在萧条时，也就是你最需要收益时，能增加 3.5%。在牛市中，这个方法可以增加 40 个基点。牛市中增加的比较少，是因为推动牛市的因素中，心理因素往往和公司的实际基本情况同样重要。但是不同于价值投资者，这种方法使我们至少可以紧跟牛市，随着向上的趋势一路适当增值。在熊市中，这个方法每年能使我们增加 600 到 700 个基点。熊市是现实起作用的时候，那时候人们看的就是数字。最后，在利率上升阶段，会增加 2.5%；利率下降阶段，增加 1.5%(表 8.4)。

表 8.4　经济发展和萧条、牛市与熊市、以及利率涨跌时的结果

市场与经济环境	扩张	衰退	牛市	熊市	利率上涨	利率下跌
标准普尔 500	11.75%	3.15%	20.81%	−24.02%	18.05%	5.08%
参考市值	11.66%	2.46%	20.89%	−24.89%	18.13%	4.73%
账面价值	13.19%	5.51%	21.20%	−19.30%	19.81%	6.53%
现金流	13.60%	6.55%	21.63%	−18.62%	20.94%	6.61%
收入	13.82%	7.03%	22.24%	−19.36%	20.99%	7.00%
销售	13.84%	7.24%	22.27%	−19.30%	21.02%	7.06%
股息总量	12.70%	7.74%	19.68%	−15.27%	20.38%	5.99%
就业	13.63%	5.49%	21.62%	−19.08%	20.87%	6.44%
综合	**13.40%**	**6.77%**	**21.26%**	**−18.09%**	**20.56%**	**6.63%**

资料来源：Research Affiliates,LLC

四、结　论

总的来说，我们发现，基本面指数在萧条的大环境或者熊市或者利率上涨时特别有效。但是在一个经济发展，利率下跌，股票上涨的更为良性的环境中，它也能少许增值。价值投资则一般在经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发展、牛市、或者利率上涨的阶段中并不能增值。

这是个指数吗？它当然能够作为一个指数。它可变动吗？是的，它是可复制的，可以公式化的，透明的，并且客观构成的。它是一个整体市场组合吗？从资本资产定价模型的角度来说不是，因为它并不没有按照实际市场上的权重覆盖所有的市场资产。但是，正如我们已经研究过的，没有一个指数能够符合这个标准。

资本加权的指数有效吗？也就是说，你能组建出比它们更好的指数而不增加更多的风险吗？是的，可以做到。因此，资本加权的指数不算有效。那些典型的指数并不是市场，而且并不存在可运营的市场组合。即便有，也说明不了什么。因为，资本资产定价模型组建在很多有问题的前提假设上。认为资本加权的指数一定有效，就和认为那些前提假设一定成立一样。

最后，对于多空投资来说，这个模型确实存在一些意义。我疑心大机构和养老基金最终会把一大块它们的股份放到这样的指数里。2%的差别，其价值究竟何在呢？假设就你现在的投资组合，36年后你能有 10 亿美元。如果你能使它总是多增长 2%，那么你到时就会有 20 亿美元。一个 2%的 Alpha 值在养老基金这么长时间的过程中，会使它们的累积资产翻倍。

如果你是个人投资者，这些原则也同样适用。经过 36 年，这个 2%能够使你的回报多增加一倍，这对任何人来说都是一个大数字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章 内幕信息最有价值

乔治·吉尔德

乔治·吉尔德(George Gilder)的正式简历绝对很吓人。他是《吉尔德科技报告》(Gilder Technology Report) 的主编，是吉尔德出版公司 (Gilder Publishing，LLC) 的总裁，还是发现研究院 (Discovery Institute) 的资深成员。

他上的是埃克斯特中学和哈佛大学，受教于美国前国务卿亨利·基辛格 (Henry Kissinger)，并且和他一起工作。他与人合写了那本《丢失了脑袋的政党》("The Party That Lost Its Head")，并且曾经是纳尔逊·洛克菲勒、乔治·朗姆尼、和尼克松总统的演讲稿撰写人。70 年代，吉尔德开始探究贫困的根源，这个问题写在了他的著作《人类与婚姻》("Men and Marriage"，1972 年)、《看得见的人》("Visible Man"，1978 年)、《财富与贫穷》("Wealth and Poverty"，1981 年)里。《财富与贫穷》是保守派运动的奠基之作，是"里根革命"的一个理论来源。

吉尔德率先对供方经济 (supply-side economics) 做了确切的阐述。他对财富的创造详加研究，这使他对企业家的人生作了更为深入的检验，对此他都记述在《企业精神》("The Spirit of Enterprise"，1986 年)和他的最佳畅销书《微观世界》("Microcosm"，1989 年)里。他后来的那本《电视消失后的生活》("Life After Television")是对计算机和电信领域的一次预言，为那本描写电信领域未来的《电信狂潮》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(“Telecosm”，2000 年) 拉开了序幕。

吉尔德最近的一本书是《矽眼》(“The Silicon Eye”，2005 年)。这本书对性格和科技进行了迷人的叙述，吉尔德从中和大家一起分享了他对硅谷的内部认识，描绘了当天才、动机、还有运气不可预测地混合在一起时，会如何使一家刚起步的公司成为一家美国财富 500 强的公司。

吉尔德和妻子尼尼以及四个孩子住在一起。他喜欢跑步和越野滑雪。(我还记得他从我那辆马拉的雪橇边一闪而过的那次。那一刻激励了我，使我开始运动。) 他是一个极其和善的人，喜爱锦衣美食，非常会讲故事。吉尔德在这章里对我们说：“别理会那些外面的嘈杂，把注意力集中在真正根本的知识上。”

——编者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、内幕信息最有价值

价值与虚荣心；短线交易与长期持有；有效市场与随机进入；增长与价值；动量与折算后的现金流量；巴菲特与彼得·林奇；格雷厄姆－多德与达莫达兰(Aswath Damodaran)或者玛丽米克(Mary Meeker)；技术分析与技术范例的变化；风险增强的富人与赌徒的破产——这场战争无休无止，直到脑满肠肥的大师们住嘴，直到投资者的钱耗尽。

2005 年中期，这一届的福布斯海上投资论坛(Forbes investment cruise)(译者注：福布斯杂志不定期举办的活动，迄今为止已举办了 11 期。)在巴尔的摩举行。随着波浪起伏的，是一次围绕个人投资中某些很有争议的问题而进行的激烈尖锐的论辩。技术派巨人拉尔夫·布洛克(Ralph Bloch)举出了自己 42%的年收益，对米克(Mary Meeker)和布鲁吉特(Henry Blodget)这样的泡沫纪元奠基人，还有我和纳米科技的领头人乌尔夫(Josh Wolfe)这样的现代科技作家嗤之以鼻。布洛克和他的同伙斯塔克(Jim Stack)举出了一个有力的理由，证明对市场未来动向最好最客观的引导来源于市场自身。类似的说法经常出现在《投资者商业日报》、《Barron's》、以及对投资者的通讯中。

观察市场的波动，然后对此做出解释，这听起来似乎挺有道理。没什么比价格本身的变动更能客观地说明问题。市场上所有的信息以及买进和卖出的决定，都反映在市场价格变动的模式里，这些变动提供了实证的科学数据。相比之下，由于偏见、主观、自身利益、和令人捉摸不透的解释，公司和专家们所提供的信息总是有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所偏斜。

偶尔有人会指出，如果没有基本的理论，即没有那些对每家公司的真正业绩和潜力的详细和必要的主观性研究，市场在实质上就毫无信息可言。市场就会懒洋洋地随意漫步，像伯顿·麦基尔(Burton Malkiel)和其他人曾经大名鼎鼎描绘过的那样(译者注：指《漫步华尔街》这本书。)。在一个随意的世界里，运气会主宰技巧，就像赌场或者彩票，市场会陷入到无情的赌徒破产规则(gambler's ruin)中去。

二、信息的价值

要想避免这场可怕的命运，投资者在投身于买卖证券时应该知道的一件事是什么呢？他们应该知道的是，经济市场不是赌场也不是买彩票的地方。它既不是一个物理系统，也不是一个物质系统，它是一个信息的竞技场。它所遵循的是信息的数学原理，这些原理与决定电话线路和无线电频谱容量的原理是类似的——同样的这些原理通过你的CDMA数字手机对基因的影响造成了生理上的变化。在市场中，赢家是那些拥有最佳信息，大多数时候其实就是内部信息的人。

信息理论的主要观点是，信息由其不可预测的程度来衡量。信息是"新闻"，测量标准是它的"新奇度"，对此有个术语，叫"熵"。一连串可预测的点点滴滴根本毫无信息可言。一连串混乱无章的噪音也毫无信息可言。要传达一个熵值高的消息，也就是含有很多信息的消息，需要一个熵值低的载体，一个可预测的传送管道，能够使接收者区分消息和噪音。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么要关心这个？熵，是消息价值的技术术语，位于市场和赚钱的心脏地带。它是利润的来源。可预测的回报率已经具体体现在价格里了，它最终会是风险调整资本回报率，或者利率加上风险溢价。

技术分析专家们一路上此起彼伏地展示着他们的市场模型：清秀标致的规律和曲线优美的对称。一种很流行的分析把市场颂扬为一个分形，佐以混沌理论那些时髦的漩涡和螺旋以及"奇异吸引子"。去年，贝诺特·曼德布洛特(Benoit Mandelbrot)出版了他的《市场的不规范行为》("Misbehaviour of Markets")，菲利浦·鲍尔(Phillip Ball)出版了《临界数量》("Critical Mass")，以描述分形原理和市场内在真实的物理定性。

关于这些想法，信息理论是怎么说的呢？斯坦福大学的汤玛斯·科弗(Thomas Cover)是当代顶尖的信息论专家，他把曼德布洛特集合(Mandelbrot Set)——模式扑朔迷离的彩色漩涡和曼德布洛特分形图显而易见的复杂结构——做为了他的那本权威性著作《信息论基础》("Elements of Information")的封面。图像设计师们常常用曼德布洛特集合来作为混沌信息的缩影。

而信息论本身就充满了惊喜。在他这本书的封面里面，科弗写道，"封面上的分形图所包含的信息量本质上为零。"复杂性是用达到这个效果所需要的计算机编码行数来衡量的。按照信息论的这个衡量标准，曼德布洛特的分形图是一个简单的计算机算法的产物，在实质上根本没有任何内涵。它不过是包围着一个代数核心的泡沫而已。

2005 年有一本书，《一个不同的宇宙》("A Different Universe")，其作者斯坦福大学的诺贝尔奖获得者罗伯特·劳林(Robert Loughlin)把这些对泡沫的研究描绘为"华而不实的装饰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

物”“极其不重要。”这就像在分析水的时候，把注意力集中在了它沸腾时的气泡上，那是一个阶段性变化产生的现象，仍然无法解释，满是一团乱谜。这种泡沫的数据分析是伪科学的体现。它聚焦在那些琐碎的模式上，这些模式所产生的微小或混乱的影响与因果的真正实质并不相关。

同理，对于试图把市场归纳为物质定律的许多书籍，信息论也不屑一顾。信息论大师级人物格里高利·柴廷(Gregory Chaitin)表明，那些用同一种复杂算法来衡量的物理定律所承载的信息，比社会现象诸如人群、公司、和市场所承载的信息量要少得多。用物理定律来预测市场，就像是以研究足球的物理性来预测世界杯结局一样。

市场是有生命的，充满了生命的信息和复杂。生命的本质是由那些从它的基质中分离出去的信息来主宰的。就像计算机信息能够被放在任何形式的载体上一样，信息既不是化学的也不是物理的。正如麻省理工大学的诺伯特·维纳(Norbert Wiener)所解释的：“信息就是信息，不是问题也不是能量。不承认这一点的唯物论者在今天是无法生存的。”就像维纳说的，“大脑并不像肝脏储藏胆汁那样藏匿思想。”

作为人类思想交互影响的体现，市场与生理现象相类似。尽管这个类别并不准确，但都体现了一个内在的事实。经济和生物学的关键知识都深居在公司和细胞的核内。

在生物学中，这个秩序有个学名，叫作“中心法则”(Central Dogma)，是诺贝尔奖获得者克瑞克(Francis Crick)提出的。此人和詹姆斯·华生(James Watson)一起是最早定义DNA组织结构的人。中心法则判定，一切起始于DNA，然后合成蛋白质。DNA是一个可预测的载体，能够承载核苷编码的任何可能结果，而且内容完全独

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

立。这就是为什么DNA可以承载所有曾经生存过的，和以后可能生存的生物的遗传信息的原因。

由于DNA有64个基码，却只有20种氨基酸，生物信息必须从更为有力的信息资源(有64个基码的DNA)流动到弱势的信息资源(只有20种氨基酸的蛋白质)。拉马克(Lamarck)和李森科(Lysenko)是错误的。你无法靠改变蛋白质的序列来改变DNA。苏联已经不存在了，你无法靠改变环境来创造出一个“新的苏联人”。

在经济学中，与中心法则类似的那个法则，是概念先于实体。设计先于产品；计划先于公司。你无法靠验证市场或者公司历史价格波动的分形图来预测它们的未来。

而相反的诱惑却在历史的长河中坚守不去。人们不知疲倦地试图从沙子或者星宿中阅读出上帝的安排或者人类和国家以及公司的命运。但是，靠打量人们脑袋的形状(骨相学)或者阅读人们的掌纹(相手术)或者细究他们的出生星座(占星术)是无法彻底了解DNA的。同理，你也无法靠权衡股票价格的当前模式来预测市场的未来。很简单，现阶段的价格中并没有足够的信息去揭示未来的价格。

做技术分析的局外人偶尔也会奏效，特别是在有对基本原理的精通或者直觉的引导下时。但是技术分析终究是寄生的。它的有效与否依赖于内部知情人士的基本判断和评估公司DNA——它们的管理层、财务数据、和技术含量——的那些知识渊博的分析师们的洞察力。

归根到底，主宰市场的真正因素是供求关系、金融现状、以及技术范式和对其执行的错综复杂的细节。但是外部诱惑始终存在。在福布斯的这条船上，再次出现了一般为大多数人所认同的意见，那就是股市漂浮在贪婪和恐惧的毒海上随波逐流，评估它的最好方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

式就是对它们的波动进行技术分析。尽管漫长的历史已经被查尔斯·麦基(Charles Mackay)记录在《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》(“Extraordinary Delusions and the Madness of Crowds”)一书中，股票还是频频呈现出混沌分形现象，随着无知的动量的疯狂旋涡率性飙升，然后在恐惧的悲惨螺旋中迅速下跌。从17世纪的郁金香狂热和1987年的大暴跌，再到2000年的技术萧条，混乱和变化无常主宰的时间实在太多了。

三、恐惧失衡的谬论

在新世纪头10年中期的一次和中国的贸易摩擦中，美国财政部长斯诺(John Snow)在《华尔街日报》(2005年5月26日)发表了一篇重要文章阐述自己的看法。这位前铁路公司总裁认为，世界的经济系统正面临失衡的严重危机。在这篇千字论述中，他使用“失衡”一词的地方不下12处，并附以沉重的语气。

通过对平衡在国际经济中的重要性致以几乎顶礼膜拜的敬意，斯诺唤起了最广泛地根植在投资者和他们的向导以及大师们脑中的一个谬论，那就是认为经济应该是“平衡”的或者在其边界自然平衡。由这一理论延伸出的想法是，失衡必须被矫正。如果失衡持续下去，那就预示着灾难性的“清算日”，哈佛大学的本杰明·弗雷德曼(Benjamin Friedman)在一本著名的书中这样提到。

这种对经济平衡的喋喋不休每年都会使瑞士达沃斯的经济峰会骚动不安，给像巴菲特和盖茨那种智者的处世才能染上悲观的色彩，这些智者相信美国经济被深刻地描绘为“浪费村”2，是因为外国人更喜欢它的资产而不是它的货品。各种著作论述层出不穷，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涉及了政治的方方面面，圣经中的大词比比皆是，或者是“伟大的清算”（“Great Reckoning”，James Dale Davidson）、或者是“伟大的揭示”（“Great Unravelling”，普林斯顿大学的 Paul Drugman）、或者是“金融审判日”（“Financial Reckoning Day”，William Bonner）、或者是“即将到来的崩溃”（“Coming Collapse”，James Turk）、或者是“即将到来的垮台”（“Coming Crash”，John Talbot），此外还伴随着一些对“将要到来的萧条”的预言：“通货膨胀的倾向”（“Inflationary”，Ravi Batra）、“通货缩减的倾向”（“Deflationary”，Robert Prechter），甚至干脆只说“伟大的”（“Great”，Doug Casey）。

在内部消息缺席的情况下，这种外部的噪音会大行其事。斯诺并没有披露使他忧虑的到底是何种失衡。是中国和美国10多年来一直远远领先于世界其他国家的增长速度吗？斯诺的确表示，欧洲和日本的增长速度不够快。他还含沙射影地对贸易逆差表达了痛心之情，逆差状态自美利坚合众国主宰世界经济起存在100多年了。

也许根本问题在于，美国公司控制了接近一半的全球上市公司市值，而且美国以自己只有5%的世界人口生产了30%的全球国民生产总值(GDP)。可以理解，自80年代初期至今，美国所独享的财富和增长在达沃斯经济峰会上许多温文尔雅的平衡者们心中唤起了嫉妒和郁闷。可只有斯诺才知道这种状况为什么要把美国投资者也牵连进去，或者说，为什么我们应该去埋怨中国，怪它与美元之间的那种关系。这种关系创造出了一个极其肥沃的美元区域，使两国一起繁荣昌盛。

失衡牵连到美国投资者，主要因为它牵连到了斯诺。人造危机意味着政府对全球市场的干预，干预者都是那些无知的政客，他们认为中国人在依赖美元操纵汇率。由于贸易平衡是资本和货物的流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动分配几乎最不可能达到的状态，关心贸易逆差就意味着政府对全球经济的不断干预和到处下降的股票价格。

随着市场价格在像斯诺那样的人发出的政治噪音中成倍波动，投资者大部分时间处于微力触发器的状态中。一旦美联储在利率上犯了错误或者政府在宽带或者移民问题或者税收问题上再次失策，市场都会过度反应。反复无常正是无知导致的，设计新的信息工具的目的就是要克服这种无知。

即使在环球网上，也尽是些蒙着眼睛的专家在分析蒙着眼睛的市场。搞调查研究的分析师无法接触到任何没有立即向公众披露的“实质”信息，报告都集中在了公司领导的个性和财务数据上。那必然是回顾性的，因而也是与未来价格无关的。例如，商业杂志在发表文章前必需与公司就其中信息进行检查，因为信息披露条例规定，所有的数据必须保密，除非正式宣布。也没有任何信息可以透露出去或者得到验证，除非公司管理层已经充分理解并且确保没有披露后在未来引起任何尴尬的风险。这种新闻在它被宣布出来时，早已过时了。公司本身拒绝做证，而其内部人士也沉默不语，致使市场上充满了错误信息、动量、以及关于市场本身的所谓“技术”胡扯。

在 2005 年 7 月中旬，PowerOne(PWER)公司坚称其核心产品有 20 个客户，分析师们对此打了折扣，事实上，他们认为正确的数字应该是 40 个客户。而在公司律师彻底审查是否应该向公众宣布之前，总裁斯蒂文·高德曼(Steve Goldman)无法披露实际情况。真到了那时，这个数字完全可能已经再次改变了。

由于这些曲解通过市场扩大并且传播开来，金融报道在互联网上的巨幅扩张也并没有使得股票的定价更有见识更为理性。在信息经济中，内部信息是股票价值的基础。它就是 DNA，最终决定着公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的行为举止。然而，内部信息却被尽可能地从市场上禁止了。

美国证券交易委员会条例的本质是“不要投资于任何你所了解的事物”。许多州政府的主要意思都是去投资于本州彩票，那儿谁也不比谁知道的多。最安全的股票投资是指数基金，它不含有任何信息。为了规避内幕信息条例，公司总裁们把自己对股份的买进和卖出设置为自动化的。这也许使得这些总裁们免予诉讼，可同时也使公众无法接触到内部动作本来也许可以传递出的信息。价格里面包涵的信息越少，市场就会成为一个更加危险的竞技场。

正如理查德·维基兰提(Richard Vigilante)和安第·瑞德利夫(Andy Readleaf)在他们即将出版的新书《观念与市场》(“Minds and Markets”)一书中所说：“为了追求公平，美国证券交易委员会正努力创建一个使所有有效信息都能完美流通的市场。”它隐含的理想是完全公平的竞争。“毫无疑问，他们更愿意这是一个信息完美(这是不可能的)的市场。但是因为这一点无法做到，他们就创建了一个信息匮乏的市场。在这样的市场中，要想解决不确定性的问题，运气远比判断更为重要。理性判断被臆测和企业家的地位及运气所取代，这才是总的问题，技术交易只不过是其中的一例而已。”

要想实现环球网给集中于股票的信息市场所带来的好处，就应该废除目前的实质信息披露制度。至少，它们明明白白地违反了第一修正案。对股票的欺诈性操纵仍然是犯罪行为，可以将其绳之以法，而不必去规范公司信息的整个流程，使其显得荒谬可笑。

信息要的是自由释放。股价中包含的信息越多，市场就会越强健，越不容易受到操纵、狂热、以及恐慌的影响。通过互联网，股票交易可以避免成为凯恩斯主义者所刻画的那种赌场，去完成自己在资本市场的理性投资中所扮演的真正角色。如果知识是合法的，那么贪婪和恐惧就只能让步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、投资者的挑战

对投资者来说，主要原则就是忽视外部噪音，集中精力获取关于公司的真实而又根本的知识。根本因素最终会主宰一切。DNA 会战胜事物的表象。内部知识位于公司基因编码区内，在新制度下更难获取。但是它是不可抑制的。

互联网上充斥着竞争性的分析和专业技术。新的公司不断浮现，带来了获取和揭示那些决定公司命运关键的内幕知识的有效方式。有的信息是像格里集团(Gerson-Lehrman)那样的公司向公众公布的。这种公司利用软件，可以在投资者和成千上万的专家之间迅速建立起联系。新一代的信息公司，它们集中于市场中价值的真正来源，正在政府强制的无知中创建一个新的信息拓扑结构。留神观察这些动向。技巧和信息是你在赌徒破产这一令人沮丧的经济中的护身符。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章 赢者法则：为他人着想

麦寇·玛斯特森

我认识麦寇·玛斯特森（Michael Masterson）有20多年了。他拥有我所知道的最聪明的头脑之一。麦寇在“早日崛起”（Early to Rise，www.earlytorise.com）上笔耕不辍，那是一份电子通讯，教育着40多万的读者。他为自己和他人赚钱的历史已经有几乎20年了。那段时间，他只有过两次休假，每次两年。第一次是在和平组织（译者注：Peace Corps，美国一个志愿者组织）工作，在那儿他开始赏识相对价值，并且体会到了教书的乐趣。第二次是在他39岁时，那会儿他和合伙人在自己的商业生涯中获得了惊人的成功，规模达1亿多美元，于是他就退休了。麦寇帮助过10几个成功企业的发展，其中有两个规模已经远超1亿美元。他还是畅销书籍《财富流》（“Automatic Wealth”）的作者，我要向所有年龄段的企业家们极力推荐这本书。我亲身体会到，麦寇对自己所宣扬的都会实践。当他宣讲时，我们都应该仔细听。

——编者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、赢者法则：为他人着想

这是一个很难的问题：如果你只能给自己所爱一个关于财富的建议，那个建议是什么？

因为我几乎每天都在写关于财富积累的事情，值得一提的建议们都从脑海里跳了出来：

(1) 在你做成第一笔买卖之前，生意是不存在的。我第一次听到这句常被人引用的格言时，觉得它很荒谬。我认为，在做一笔买卖之前，有很多可做的事情，比如弄个办公室，装一部电话——更别提还要准备好货物了。后来，在经历了10几个从来没有机会做成第一笔生意的公司后，我才体会到了这句箴言的智慧。买好办公家具和印好名片并不能使生意起步。要把东西卖出去才行。是的，在做第一笔买卖之前，是有一些准备工作。但是除非你拿到了第一张支票，否则你做得无非就是花钱。

(2) 要进入一个新的市场，唯一最有效的办法就是以极端低廉的价格提供一种流行产品。这是另外一条我曾经蔑视反对，然而在我的商业生涯中被证明非常重要的教训。在每个行业里，专业性强而且质量高的产品都有很好的市场。但是要在这些小众市场里占据一定的份额，则需要很多的资金、时间、和经验。当你成立一个新的公司时，你通常在这三方面都很短缺。所以，最好要抵制住那些价格和标准都很高的产品的诱惑，走进大的市场，以低得荒谬的价格销售那些需求最多的产品和服务。要想把价格弄得比那些大型企业还低，这并不容易。但是如果你一旦做到了，那么前途就会一片光明。

(3) 归根究底还是销售。传统的商业智慧说，你在买进时赚钱，而不是卖出时。我不同意。尽管这有助于你合理地进货，可做到这一点并不需要多大才干。任何人，只要稍微有点常识，都能够摸清市场，从而拿到合适的价格。伟大的商业人物们获取他们的财富，依靠的是增长自己的产品在客户那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

儿的感知价值，因此抬高价格，使利润空间得到大幅增长。（想想香奈尔、劳力士、路虎。）

(4) 当你挑选一种生意时，选择那种能够没有你个人投入也能增长的。许多专业人士，无论给他们的薪水多高，都还是工资的奴隶。而许多控制很紧的公司，尤其是那些建立在某个人的个性和动力基础上的公司，它们的增长完全依赖于创建者的投入。要避免把自己牵涉到这种类型的公司中。它能满足你的自我，但是却极大地限制了你的增长潜力。在公司的发展中，你要确保它的扩张是建立在更多的资金、财产、或者人力资源的基础上，而不是建立在你更多的投入上。

(5) 在投资于任何东西之前，要明确地知道你所愿意亏损的数目——而且如果到了这个止损点时能够抽身。我们开始一次新的冒险时总是很乐观。而这正是我们需要做好最坏打算的原因。对每一次投资，都要事先想好退路，以防不测。而且要确保这是一条你能够承担的退路。在股票投资中，这件事做起来很容易，只要设一个止损点即可。其他形式的投资，比如说房地产、合股公司、还有创业投资，则需要更为周密的计划。做好计划，然后严格遵守。

(6) 首先发展你的优势，其次才是减少你的弱点。一般来说，在商业中，把你已经做得好的地方做得更好，会比去矫正自己的弱势带来更大的回报。如果你是一个成功的房产经纪商，推销做得很好，但合同方面要差些，那么就不要太多地去考虑如何在合同环节做得更好。如果需要的话，可以雇人来专门做这部分。把你的这部分精力用于推销，使它从“做得很好”变成“做得好极了”。这并不是说你应该忽略自己的弱点。我们应该努力减少它们。但是你会发现，把关注自己的优势放在第一位，能够给你带来更大的成功。

(7) 就商业发展而言，全力以赴比多样化的方式更为有效。野心勃勃的人大致分为两种：一种人在某一时间内基本上完全集中于一个项目；一种人喜欢把自己分散到多个项目中。全力以赴的方式能使你更为精通，多样化的方式则给你带来更多的平衡。这两种方式我都做过。而我必须说，尽管我的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天性更倾向于多样化，但是为我带来更多的成功与财富的，却是那些集中全力做的事情。我相信此种自有原因。商业成功来自于你对所在行业的秘密的掌握。掌握这一秘密需要时间——四、五千个小时是很正常的。如果你的注意力有限，就会发现自己过快地跳到了其他的草地上（那儿的草似乎更绿），那么你就会发现自己面对太多挑战，而应付的经验却远远不够。如果你发现自己在做生意的时候，有那种从一件刺激的事情跳到另一件的倾向，那么就要训练自己先征服一个地方，再去染指下一个。

(8) 让赢利的部分继续，让亏损的部分停止。关于成功，不管你从电影和娱乐新闻中收集到了什么，大多数草率启动的商业想法或者冒险都失败得很难看。这个教训十分重要。对于自己相信的项目或者投资，我们很容易投入感情。因此遵守这一原则就非常重要。当市场说你那个了不起的想法不行时，就不要再强迫继续了。把项目关掉，最大程度地减少亏损。如果你真的有一个很好的想法，那么它以后还会有机会，而且也许是更好的机会。

(9) 柏拉图定律（二八法则）：你80%的成功来自于20%的资源。这也许是最广为人知，也是最有用的一条成功公理了。你在事业中获得的大多数成功/收入/满足都会来自于你的技巧/项目/努力的一小部分。要养成一个习惯，让自己周期性地问自己，“现在我从哪儿能获取最大利益？”然后将其与自己付出最多努力的方面进行比较。

也许还有一些秘诀我已经忘了，不过以上这些肯定会在“我想让我的孩子们学习到的关于商业上的最重要的事情”名单上。可是，如果我只能说一个秘诀呢？

二、最重要的一件事

我有三个儿子。老大是电影行业里的一个计算机工程师，老二是一名作曲家，而老三还在上高中，还不知道自己想干什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会有这么一个“成功秘诀”，能够对他们仨也许都有帮助，使他们产生不同的兴趣、希望、和期望吗？

答案并不明确。像任何父亲一样，我希望他们快乐。但是除此之外，我还希望点儿别的，这是我在他们走上社会开始做自己的事情时才开始理解的一个愿望：我希望他们做个好人。我希望他们举止得当，待人良善，体谅那些命运不如自己的人，等等。

在他们还小的时候，我也希望他们做个好孩子，可动机是实用的。我希望他们在后车座上不要乱动，这样我开车就会省心些。我希望他们远离那些铁轨，这样就没有被压死的危险。我希望他们完成家庭作业，这样就能学到些东西。

而我现在希望他们做个好人，动机则是无私的。我希望他们能够做到我的父母希望我做到的事情：使世界比自己所看见的更加美好些。或者不如说，使他们自己的世界更加好一些，因为他们身处其中。我敢肯定，这个想法并不奇怪，大多数父母必定都是这么想的。

所以，这就是我对孩子们的愿望：完成了目标但是没有牺牲自己的乐趣，获得了成功但是没有丧失自己的真诚。我既希望他们能把自己的事情做得很优秀，也希望他们在此过程中能够优秀做人。会有这么一个建议可以帮助他们做到这两样吗？

我认为有。能够为你带来成功、平静、和快乐的，是你在事业(和生活中其他的领域)中的行为举止。它最好的地方也许就是，你一旦学会后，实施起来容易得让人吃惊。

这个秘诀就是：无论你涉足什么样的关系——商业的、社会的、或者私人的，都要确保其他人也能从中得到和你一样多的好处。当你要采取行动而考虑自己的优势和劣势时，也要考虑其他有关的每一个人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我知道这个说法违背了某种想法。它肯定与近来许多重要企业人物的所做所为相抵触。如今，成功的主要理念也许在某种程度上等同于谋求自身利益。

虽然很难堪，我还是得说，我也这么干过。在我职业的早期，我以不正当的价格卖过一些无法让我引以为豪的产品。我对此给自己找的理由是我得养活我的家。这种方式没能在这个生意中为我带来长期的成功，也没能使我对自己的感觉好些。

当我主动开始以正确的方式做事时，各方面的情形就都好了起来。业务增长了。关系发展了。而我对自己的满意度也在飚升。

我意识到，通过努力使其他的每个人也都好过，我最终的成功获得了保证。当人们开始把你当做可以令他们受益的人时，他们很容易就会为你带来更多更好的业务。

集中于他人的兴趣所在往往意味着要承担风险，你在赌自己投资在他身上的时间和资金会得到偿还。对于某些商人来说，在得到之前先付出，是一个很愚蠢的想法。就我而言，这是我取得所有最好最喜欢的成绩的源泉。

我举个例子，是关于我的一个同僚如何在工作中应用这一原则的。大约10年前，他决定要接管英国的一个快要垮台的周期性生意。他没做那件“聪明”事，也就是说他没有使出挤压的手段把它逼到最后一步，然后以极低廉的价格把它偷过来。相反，他自愿把家搬到了伦敦，用了6个月把这盘生意慢慢扶了起来。他这么做仅仅出于一个口头上的约定，即，如果他成功地做到这一点，他们就会以某个“公平”的价格把一半的生意卖给他。

那个时候，我已经是买卖双赢的拥护者了，可这件事在我看来似乎更深地拓展了这一良好的理念，把它带到了一个新的高度。我这位同僚通过在买下这家企业前先帮助他们恢复业务，大幅提高了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己将要为之付出的价格。他这么做毫无报酬。而且这一切都只是建立在一个口头合同上，他把自己置于一个很容易被骗的境地。

事情的最终结局相当圆满。他的新合伙人们拿到了一张数目很漂亮的支票，而他们心里明白，这笔数目所买的是一个曾经濒临破产的企业。几年后，当我这位同僚要买下剩余的所有股份时，他们不但同意了，而且并没有在价格上起争执，还了这个人情。

如今，那家企业是他最具生产力的资产之一。同样重要的是，许多人亲眼看到了他的行为，因而对与他共事感到很放心，所以他和数百个人——员工、供应商、还有同僚——的关系都非常好。

三、成为一名价值无可估量的员工

要是我的大儿子在目前的工作中运用这条法则的话，也就是说先考虑他人的利益，然后再考虑自己的，那么他就要确保自己做为一名员工，给公司带来比他的工作成本(他所获得的薪水和福利)要高得多的价值。

在我写的那本《财富流》中，谈了许多关于如何成为一名“价值无可估量”的员工的问题。我儿子在他的公司要是能达到这个标准的话，要做到下面几点：

(1) 成为每天早上最早到公司的人之一。

(2) 领会业务中最重要的秘诀，包括如何做销售，如何留住客户，如何创建新产品。

(3) 在他的空闲时间，他会提高自己的素质以帮助公司完成最重要的目标：增长、盈利能力、良好的客户服务。

(4) 寻找能使老板更加成功的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(5) 无视办公室政治，把精力集中在更有价值的公司目标上。

一个员工如果能够很快把握住公司的核心目标，并且把精力和时间都集中在帮助公司达成这个目标，那么就会被认为是潜在的明星。这样的员工不但会得到非常优厚的经济报酬，而且还会被委以重任，和那些可以帮助他们未来的人直接接触。

不过在对我儿子解释这一切时，有一点我会说得很清楚：尽管你会因为成为公司的一名宝贵的员工而得到最高的奖赏，可如果你的所作所为就是为了得到这些奖赏的话，那么你的价值就是有限的。这就是微妙的地方。要想得到先人后己的好处，那你就得真的先人后己。

四、做一个有效的指导者

这是这条法则的另外一种应用——这次是从管理的角度来看。

我所享受的成功中，至少有一半依靠的是那些为我工作的年轻人们。要是我去看看那些每月流进我的顾问公司的支票，会看见其中一多半都是由那些曾经是我的学生的人签的名。

如果说我在培训这个领域获得了异乎寻常的成功，那也是因为除了看到那些人成功时感受到的喜悦，我对培训没有任何奢求。我知道这听上去有些虚伪，可我相信它是真的。我总是很喜欢把自己的所学教给他人，其中包括向那些聪明年轻的员工具体展示我市如何做到某些事情的。

通过模仿我的成功，避开我的错误，他们都加快了(有的也加深了)自己的事业发展。许多时候我都和他们保留着商业关系，这种关系被证明对双方都是有利的，而且对个人很有回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我相信，如果我的目的是利用那些人来照顾自己，那么他们一定能够感觉到。而结果将是我不会有今天所享受到的亲密关系和忠诚。

五、好人完成得最好

昨天在机场的书店里，我调了一本乔恩·亨茨曼(Jon W. Huntsman)的《胜者不欺》(“Winners Never Cheat”)。怀着对开篇言论(“一个自我奋斗成功的亿万富翁对诚实和慷慨的见解”)的质疑，我带着极大的怀疑读了读它。世界上最大的私人企业之一的拥有者在吹嘘他是如何的道德。我想知道对于他的真诚，他以前的员工和商业伙伴会怎么说。

这使我想起了一年前我在一群极其成功的商人面前做的一次演讲。我的题目是“如何在不失去灵魂的情况下获得商业成功。”我坦率地讲了自己在职业生涯中曾经有过的几次道德上的妥协和对此感到了怎样的内疚，以及这使我一直都在想，如果我当初行得端走得正，是否还会做得和现在一样好。

除了一个例外，其余所有人都被我的话震动了，甚至是吓坏了。你当然可以不妥协而成功！他们中每个人都是这样的。他们没有一个人曾经有过一点儿欺骗和撒谎，对人从来没有任何不公平过。照他们自己的话来说，他们都是美德的天使，用尽自己的生涯来使世界更美好。

我后来发现，这些圣人中有几个曾经为一些著名的令人赞叹的公司工作过，比如世界电信(WorldCom)、泰科(Tyco)、还有安然(Enron)(译者注：都是美国出过大丑闻的著名公司。)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那天听我忏悔的人中，只有一个人承认自己有过瑕疵。美国最大证券公司的一个顶级经纪人告诉我，“你说得真是太到位了。每天我去上班时都会想，‘我的工作就是撒谎。我对所有的客户撒谎。不是黑暗的弥天大谎，只是有所夸大和省略。如果不撒谎，那我的工作就得丢。’这是我为自己找的理由。”

我告诉他，我很佩服他的诚实，也许通过相信下面这个非常简单的提议，他就能够从这个窘境中解脱出来：如果他能够不去想着争当公司里的业务第一人，而是开始考虑确保自己的客户能够从他这儿得到像他从他们那儿得到的那么多利益，那么从长远来看，他不但会为自己，也会为公司赚大钱。

“想一想你对一个经纪人的愿望吧，”我对他说。“然后找到办法以此满足你的客户……然后甚至做得更多些。”

毫无疑问，如果他做到了这些——而他是能够做到的，因为他是一个精力活跃、足智多谋、聪明的人，那么他就会逐渐积累起一大堆忠实满意的客户。确保你的客户能从你们的关系中获取和你一样多，甚至比你更多的利益，其最大的好处就是随着时间的流逝，你不必再去不断寻找新的客户了。老客户会跟着你，因为他们信任你，而且他们还会把朋友介绍给你。

遵循“他人第一”的原则不但从长远来看能够保证成功，而且它能够确保你赚钱越来越轻松。

在《胜者不欺》中，亨茨曼讲了一个故事，关于他和大湖化学公司(Great Lake Chemical Company)总裁爱默生·卡彭(Emerson Kampen)在1986年做的一桩交易。亨茨曼同意以5400万美元的价格卖出他的公司中的一个部门的40%。双方握手成交。在口头协议的四个月后，合同草稿出来了。可在这段时间里，原材料的价格大幅下跌，亨茨曼公司的利润率达到了有史以来的最高。还没有签署

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过任何东西，也没有交换任何文件。卡彭给他打电话，提议他们口头同意的那个5400万美元作废，他会付公司增值的2亿5百万美元的一半。亨茨曼拒绝了，告诉他还是按照最初的交易来办。

“可这对你太不公平了，”卡彭对此说道。

“爱默生，你的公司你来谈判，我的公司就让我来谈吧，”亨茨曼回答道。

这是确保你的商业伙伴所得至少和你的一样好的一个令人惊叹的例子。这桩轶事抹去了我刚翻开书时对亨茨曼的满腹疑虑。

正如拉瑞·金(Larry King)(译者注：美国著名电视谈话节目主持人。)在他给这本书的前言中所写到的，“当李奥·杜罗切(Leo Durocher)(译者注：美国30年代著名的棒球运动员。)说好人总是最后一名时，他错了。好人不但完成得最早，而且完成得更好。”

最近我在思考这条原则时，忽然想到股份在商业中与股份在私人关系中其实是一样的。它是通往价值的长期路线。如果你想婚姻长久，那就必须把精力集中在你能为配偶做些什么上，而不是集中于你从婚姻中能够得到什么。那些很难长久保持私人关系的人，事业上也很少能够长期发展，不断增值。

先考虑他人利益也许不是一种本能的行为，但是，人类发展的进程可以说正是我们付出这种努力的历史。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章　复利的威力

理查德·罗素

如果不用最高级的话，我不知道对于我的朋友理查德·罗素(Richard Russell)还能说些什么。罗素从1958年起就开始出版写作《道氏理论通讯》(Dow Theory Letters)了。这份通讯创下了投资业里由一个人持续出版时间最长的记录。罗素现在81岁了，仍然在写一份非常热门的每日电讯，满篇都是对市场还有当日任何引起他注意的事情的评论。他早上3点来钟起床，开始他每日例行的大量阅读，市场收盘时正好写完通讯。他是我心目中的商业英雄。

他是1960年最早推荐黄金股票的作者。他预测到了1949年到1966年这段牛市的顶部，也在1974年预测出了熊市的底部，并且预言了一个新牛市的开始，几乎精确到了日期。(想想看吧，1974年后期正是一片愁云惨雾，那个时候宣告牛市到来该有多么艰难！)他在第二次世界大战中做过炮手，经历过大萧条、战争、还有牛市与熊市。

我认为罗素是一个真正的市场天才，仅仅他所忘记的东西，就远远超过了我们所能够知道的。不过我不觉得他曾经忘记过任何事。他的每日通讯上充满了从经验中得来的真知灼见，以及对未来的指示。(要想知道得更多，可以去www.dowtheoryletters.com。)

——编者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、复利的威力

赚钱所需要的远远不只是预测股票市场或者债券市场的走向，算出以后几年中哪只股票或者基金可以翻番这么简单。对于绝大多数投资者来说，赚钱需要一个计划，需要自我约束，还有欲望。我之所以说“绝大多数人”，是因为如果你是斯蒂芬•斯皮尔伯格或者比尔•盖茨，那就根本不必去知道道琼斯指数、市场、收益率、还有市盈率什么的。你是自己领域内的翘楚，作为天赋和能力的副产品，你会赚到大钱的。可这种天才毕竟是凤毛麟角。

普通投资者——像你我这样的——需要制定一个财务计划。我在这里提供一些投资上的规则，如果你是认真想要赚钱，那就应该遵守。

二、复利的威力

规则 1
复利很有效。

生活在现代社会，最重要的课程之一就是明白，要生存就得有钱。但是要想活(生存)得愉快，就一定得有爱、健康(生理和心理)、自由、智力乐趣……还有钱。我在教我的孩子们赚钱时，第一件事情就是教他们“资金圣经”的用法。资金圣经是什么？很简单，它就是一卷复利表格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

复合收益是通往财富的皇家之路。它安全而可靠，而且幸运的是，任何人都可以做。要做到复合增长，你需要毅力，它能够使你坚定不移地走在储蓄之路上；需要智慧，它能够使你理解自己的行为和原因；需要具备对数学表格的知识，你在忠实追随复利之道后，将会得到令人惊讶的回报，它能够使你看懂这些回报。当然，你还需要时间，复利发挥威力需要时间。一定要记住，复利的效果只有随着时间才能产生。

不过在复利的过程中，有两个微妙之处。第一个很明显，复利也许涉及到牺牲(你不能把它消费掉，还是得存着它)。第二个，复利是枯燥无味的——枯-燥-无-味！或者我也许应该说，在钱开始滚滚而来之前(大概七、八年后)，它是枯燥无味的。而从那以后，相信我，复利就变得非常有趣了。实际上，它变得简直令人目眩神迷！

为了强调复利的威力，下面我要引用一份非常优秀的研究报告，它由《市场逻辑》(Market Logic)提供。那是诺曼•福斯贝克(Norman Fosback)编写的一份新闻通讯。

在这个研究中，我们假设投资者 B 在 19 岁时开了一个个人退休金账户(IRA)。他连续 7 年每年存入 2000 美元，平均增长率为 10%(利息 7%，另外加上增长)。 7 年后，这小伙子就不再投入了——他的目标完成了。

而另一个投资者 A 在 26 岁(这正是投资者 B 停止投入的年龄)前没有做任何投资。他从 26 岁起忠实地每年投入 2000 美元，直到 65 岁(以同样的理论上 10%的增长率)。

现在研究一下表 11.1 显示出的惊人结果吧。投资者 B 仅仅投入了 7 次，却比投入了 40 次的投资者 A 最后得到的钱要多，就因为 A 比 B 的行动要晚！其差异就在于 B 比 A 提早了 7 年计算复利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提前的那 7 年比 A 后来那 33 年的投入还要有价值。

表 11.1　复利的威力：投资者 A 与 B 的比较

	投资者 A		投资者 B	
年龄	投入资金	年终价值	投入资金	年终价值
8	-0-	-0-	-0-	-0-
9	-0-	-0-	-0-	-0-
10	-0-	-0-	-0-	-0-
11	-0-	-0-	-0-	-0-
12	-0-	-0-	-0-	-0-
13	-0-	-0-	-0-	-0-
14	-0-	-0-	-0-	-0-
15	-0-	-0-	-0-	-0-
16	-0-	-0-	-0-	-0-
17	-0-	-0-	-0-	-0-
18	-0-	-0-	-0-	-0-
19	-0-	-0-	2,000	2,200
20	-0-	-0-	2,000	4,620
21	-0-	-0-	2,000	7,282
22	-0-	-0-	2,000	10,210
23	-0-	-0-	2,000	13,431
24	-0-	-0-	2,000	16,974
25	-0-	-0-	2,000	20,872
26	2,000	2,200	-0-	22,959
27	2,000	4,620	-0-	25,255
28	2,000	7,282	-0-	27,780
29	2,000	10,210	-0-	30,558
30	2,000	13,431	-0-	33,614
31	2,000	16,974	-0-	36,976
32	2,000	20,872	-0-	40,673
33	2,000	25,159	-0-	44,741
34	2,000	29,875	-0-	49,215
35	2,000	35,062	-0-	54,136
36	2,000	40,769	-0-	59,550
37	2,000	47,045	-0-	65,505
38	2,000	53,950	-0-	72,055
39	2,000	61,545	-0-	79,261
40	2,000	69,899	-0-	87,187
41	2,000	79,089	-0-	95,905
42	2,000	89,198	-0-	105,496
43	2,000	100,318	-0-	116,045
44	2,000	112,550	-0-	127,650
45	2,000	126,005	-0-	140,415

继续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11.1 复利的威力：投资者 A 与 B 的比较（续表）

	投资者 A		投资者 B	
年龄	投入资金	年终价值	投入资金	年终价值
46	2,000	140,805	-0-	154,456
47	2,000	157,086	-0-	169,902
48	2,000	174,995	-0-	186,892
49	2,000	194,694	-0-	205,581
50	2,000	216,364	-0-	226,140
51	2,000	240,200	-0-	248,754
52	2,000	266,420	-0-	273,629
53	2,000	295,262	-0-	300,992
54	2,000	326,988	-0-	331,091
55	2,000	361,887	-0-	364,200
56	2,000	400,276	-0-	400,620
57	2,000	442,503	-0-	440,682
58	2,000	488,953	-0-	484,750
59	2,000	540,049	-0-	533,225
60	2,000	596,254	-0-	586,548
61	2,000	658,079	-0-	645,203
62	2,000	726,087	-0-	709,723
63	2,000	800,896	-0-	780,695
64	2,000	883,185	-0-	858,765
65	2,000	973,704	-0-	944,641
减去投资总额：		(80,000)		(14,000)
等于净收益：		893,704		930,641
资金增长：		11-番		66-番

资料来源：Market Logic

我建议你把这张表格拿给你的孩子们看看。这是我自此赖以生存的一个研究，我可以告诉你，“它很有效。”你可以以复利的方法投资于市政公债、一个优秀的市场基金、国债、或者说，五年期国债。

规则 2

不要亏钱。

这条规则听上去很天真，但是相信我，它很现实。如果你想成为富人，你就一定不能亏钱，或许我应该说，你就一定不能亏大钱。这规则很荒谬，很傻？也许。但是大多数人都在灾难性的投资、赌博、糟糕的商业交易、贪婪、和错误的时机中亏钱。是的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在经历了近50年的投资生涯和与投资者的对话后，我可以告诉你，大多数人绝对在亏钱，而且是亏大钱，都亏在了股市、期权、期货、房地产、借贷、没有脑子的赌博、以及自己的生意中。

规则3

富人不需要市场。

在投资领域，富有的投资者相对于小人物们、股票的业余炒家、和初级交易者来说，享有一个主要优势。那就是他们不需要市场。这一点产生的区别我罄竹难书，无论是在人的心理上还是在实际操作资金上。

富有的投资者不需要市场，因为他们已经有了自己所需要的所有收入。债券、国债、基金、股票、房地产，都在源源不断地生钱。换句话说，富有的投资者从来不会感受到在市场中“要赚钱”的压力。

富有的投资者往往是价值专家。当债券低廉，债券收益高得让人无法抗拒时，他们就买入债券。当股票价格便宜，股票收益很吸引人时，他们就买入股票。当房地产价值突显时，他们就买进房地产。当艺术品或者高级珠宝或者黄金放到了“免费”架上时，他们就买入艺术品或者钻石或者黄金。也就是说，富有的投资者总是把钱投入到那些有很大价值的地方。

如果没有什么特别有价值的地方可供投资，富有的投资者就会等待。他们每天、每周、每月都有钱进，完全可以承受等待，直到出现一个好的投资项目，这就是所谓的耐心。

可小人物怎么办？这种人总是感觉到“要赚钱”的压力。做为回应，他就总是给市场施压，要它为自己“做点儿什么”。可惜的是，市场对此毫无兴趣。小人物在不买那些收益为1%或者2%的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票时，就会跑到拉斯维加斯或者大西洋城去，指望靠轮盘赌战胜赌场。他或许会每星期花 20 块钱买彩票，或许会“投资”邻居告诉(在极其保密的情况下，那是当然的)他的什么想入非非的计划。

而由于小人物总是努力迫使市场“做点儿什么”，那他就注定会是一个输家。小人物对价值毫无所知，因此总是买得太贵。他不懂复利的威力，也不懂钱。他从来没有听说过这句老话，“懂得利息的人拿利息，不懂利息的人付利息。”小人物是典型的美国人，他深深陷在债务中。

因为债务缠身，所以小人物总是在发誓，发誓要赚钱付清他的房子、冰箱、车，或者剪草机。他没耐心，感到总在没完没了地被骗。他对自己说，一定得赚钱——而且还要快。他梦想着那些“肥得流油的大票子”。最终，他把钱浪费在了市场中，或者亏在了资金赌博里，也可能投入在了一个愚蠢的商业计划中打了水漂。长话短说，这个“钱呆子”穷尽一生都在一架下降的金融自动扶梯上往上冲。

具有讽刺意味的是，如果小人物从一开始就制定一条严格的准则，消费永远不超出自己的收入，并且如果他把多余的钱存下来，以复利的办法把它投入到明智的、有收益的证券中去，那么他届时也会像富人那样，每天、每周、每月都有钱收。而那时他也会成为一名财务赢家，而不再是一个可悲的失败者。

规 则 4

寻找价值所在。

只有当某个市场能提供超乎寻常的价值时，普通投资者才应该偏离基本的复利系统。我判断一项投资是否价值很高，有以下标准：(a)安全；(b)回报很诱人；(c)价格上涨的机会很高。其他任何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时候，复利之道都会更加安全，而且可能收益更大，至少从长远来看。

三、秘诀在于战胜时间

下面这些话，你从经纪人那儿是听不见的，从那些“如何战胜市场”的书里面也读不到。所有的投资和投机，本质上是尝试战胜时间的一次练习。

当你试图挑出一只可以赢钱的股票时，当你试图以接近牛市顶部的价格抛出时，当你尝试买空卖空时，你也许没有意识到，你实际上在试图战胜时间。

在你的投资器械库里，时间是你所能拥有的最有价值的资产。问题在于，我们总是要不够它，无人幸免。

不过咱们不妨沉醉地幻想一下。比方说，你还能够活 200 年，可以投资 200 年，你就能这么做：你可以买入价值 20000 美元的市政公债，假设其收益率为 5.5%。

以收益率为 5.5%的速度，资金在 13 年后就可以翻番。因此你的计划是：每次翻番，你就额外再增加 10000 美元。那么在 13 年到期时，你就有 40000 美元另外再加上额外的这个 10000 美元，也就是说，届时你有 50000 美元。

再下一个 13 年到期时，你就有 100000 美元，额外加上 10000 美元，那么就是 110000 美元。你把所有这些钱再投资于收益为 5.5%的公债，等接下来的那个 13 年到期时，你就有 220000 美元，额外加上 10000 美元，就是 230000 美元。

再接下来的 13 年到期时，你就有了 460000 美元，额外加上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10000 美元，就是 470000 美元。

200 年里有 15.3 个翻番。你自己算算吧。等 200 年到期时，你根本就不知道该怎么花掉那么多钱了。这钱会不请自来，而且几乎没有风险。

所以，只要时间足够，你总会富有——这是保证的。你不用非得浪费时间去挑选正确的股票或者正确基金。你可以利用最有效的资产——时间，以复利致富。

只有一个问题：现实世界中，你不可能活 200 年。不过如果你动手够早的话，或者如果你让你的孩子们早早动手的话，那么你或者他们前面也许就还有 30 到 60 年的时间。

因为大多数人的时间都不够用了，所以他们神经紧张地把时间和精力无限地投入进去，试图战胜时间，而这一点正是投资的真正意义所在。挑选一只从 3 块钱涨到 100 块钱的股票，如果你往该股中投入的钱够多，那么你就会战胜时间。或者，加入一家给你价值 100 万期权的公司，如果你的期权从 3 块涨到了 25 块，那么你也战胜了时间。

看看下面这个关于战胜时间的真实例子吧！约翰·沃特(John Walter)加入了美国电报电话公司(AT&T)，可短短 9 个月后他就丢了工作。原因是沃特“缺乏明智的领导才能”。为了这么点儿时间的工作，沃特拿到了 2600 万美元的遣散费。这，才叫做真正的战胜时间。当然啦，对于这个和 AT&T，我们有些人也许另有一套说法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、在市场中，希望就是危险的警报

乐观是人类的天性。希望是人类的天性。更何况，希望是一个健康头脑的一部分。希望是消极的反面。生活中，消极能够引发愤怒、失望、还有忧郁。总之，如果这世界是一个消极的地方的话，那么生活在其中还有什么意义呢？以消极的态度生活，就是在反对生命。

具有讽刺意味的是，这并不适用于股票市场。在股市中，希望是个障碍物，而不是帮手。一旦你入市，那你显而易见会希望那只股票上涨。但是如果你买进的该股真正具有价值，而且你买入正确，那么在没有你帮助的情况下，不需要你去希望，它的价值也会随着时间上涨，而你知道了这个，就应该可以安心坐等。

在这种情况下，价值站在你这边，你所需要的只是耐心。最终，你的耐心会以更高的股价回报你。这个过程中，希望不应该有任何成分在内。你不需要希望，因为你是在这只股票非常值得买入时买的，而且买进的时机也正确。

在这个领域，任何时候，如果你发现自己在希望了，那很可能就是你走错路了，或者做了什么应该被纠正的蠢事。

很不幸，希望在投资这个领域内是个亏损值。这违反常识，但却很真实。希望会使你继续持有一只趋势下跌的股票。希望会使你把小亏损变成大亏损，而不是在亏损还小的时候兑现止损。

在股市中，希望阻碍了现实，阻碍了常识。投资的头等规则之一就是“不要承受大的亏损”。而为了做到这一点，你就必须愿意承受小的亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果股市向熊市发展，可你还是完整地守着自己的仓位，希望自己所看见的并没有真正发生——那么就欢迎你来到穷人村。在这种情况下，你所有的希望连一分钱都不会为你省下。事实上，希望在这种情形下是个恶魔，命令你坐而不动，直到你的股票投资全打了水漂。

要做投资，我的建议是避免希望。忘了希望这个警报之声吧，去拥抱冰冷、清晰的现实。

五、行动是无可替代的

几天前，一个年轻的读者问我，“罗素，你从1940年末就开始和市场打交道了。这个问题会显得比较奇怪，不过，你在这么长的时间内学习到的最重要一课是什么？”

对此我用不着太多时间去思考，我告诉他，“我学到的最重要一课来自于弗洛伊德说的一些话。他说，‘思考是在彩排。’弗洛伊德的意思是，思考并不是行动的替代品。在这个世界上，在投资以及其他的领域中，行动是无可替代的。”

这个意思可以用另外一个故事来说明。上世纪20年代时，J.P.摩根曾经是“宇宙之主”。一天，有个年轻人走来对他说，“摩根先生，很抱歉打扰您，不过我持有一些股票，可它们的表现都很差，我非常焦急。实际上，我对此太忧虑了，已经影响到了我的健康。可是，我还是很喜欢这些股票。这种两难的境地真是太糟糕了。先生，您认为我该怎么办？”

摩根毫不犹豫地说，“年轻人，把它们卖掉，卖到你能睡着为止。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个道理是一样的。行动无可替代。无论是投资还是生活，思考不能为你做任何事。思考只不过是彩排。你必须学会行动。

这是我在这一行学到的最重要一课。

我以前写过一件有趣的小事。一个非常富有成功的投资者曾经对我说，“罗素，你知道在这个行业里股票经纪人为什么永远都富不起来吗？”

我承认我不知道。他解释道，“他们富不起来，因为他们在看好的时候从来都不相信自己。”

同样的，还是那个道理。如果你想在一个牛市中赚到钱(或者致富)，思考和谈话是无济于事的。你得买进股票。经纪人从来不这么做。你认识的经纪人里面有人这么做吗？

在我自己的生活中，因为我忘记或者忽略了“行动教训”而犯下过许多错误。思考是彩排，而我总是在彩排，忘了去真正地演出。糟糕的婚姻，糟糕的投资，失去的机会，糟糕的商业决策，这些都因为我们无论出于何种原因而没有行动变得更加糟糕。

行动的理由几乎总是强过那些你想出的不行动的理由。我亲爱的读者，如果你能够理解这个句子的含义，那么相信我，你就已经学到了最有价值的一课。这一课曾经挽救过许多次我的生命。我这么说是认真的，它确实挽救过我的生命。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章 弄潮千禧波

约翰·莫尔丁

作为投资领域的一个专家和领导者，千禧波投资公司（Millennium Wave Investments）的总裁编者（John Mauldin）主要从事私人资金管理、金融服务、还有投资。莫尔丁是一位多产的作家，也是十分热门的电子通讯《前沿思考》（Thoughts from the Frontline）的写手和主编。这份电子杂志每周有大约150万读者，被数不清的独立网站转载引用。他是畅销书《牛眼投资》（“Bull´s Eye Investing”）的作者。他还撰写了一份免费的通讯，谈论对冲基金和面向信用良好的投资者的私人集资。

莫尔丁展现出异常广博的专业技能，他的写作对多种问题都进行过深入的探讨。他有一种特殊才能，能够把复杂的金融问题表述清楚，并且使非专业的读者都能理解。他的背景很广，涉及许多学科和经验。他经常旅行，去过美国48个州，40多个国家。作为一名广受欢迎的演讲者，莫尔丁出席过许多投资论坛和会议。

莫尔丁是得克萨斯阿林顿的一个生意人，有7个孩子，最大的28岁，最小的11岁，其中有5个是领养的。他的办公室在阿林顿棒球场右边的那块地上（想知道更多关于莫尔丁的事情，可以去www.johnmauldin.com。）

在这一章里，莫尔丁指出我们正在进入一个前所未有的变化更快更深远的时代，并对此作了解释。事实上，无数变化的波动汇集

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在一起形成了他所谓的“千禧波”，这是本千禧年之初变化加速的一个阶段，它会成为人类历史上最大的转变。

——编者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、弄潮千禧波

“因此关键在于重新认识这个世界。这意味着从外往里看，对那些可能自己认为理所当然的东西进行再分析。这会使你达成一种理解。如果你在传统思维与现实失去联系时却无法超越传统思维，那么你就很可能被正等在前面的迷惑传染上。迷惑是错误的温床，能威胁到你的生意、你的投资和你的生活方式。”

——《主权个人》，1997 年出版（译者注：“The Sovereign Individual”，作者是西班牙经济学家戴维森（James Dale Davidson）和瑞斯莫戈（William Rees-Mogg）。）

以后的 10～12 年间，我们将会见到三次衰退，它们会缓慢地使股票的平均市盈率降到历史最低。通货膨胀率上升和经济衰退的罪魁祸首都是石油和能源价格的上涨。永远在上涨的货币膨胀实际上会引发所有商品期货价格的大幅上调，同时使债券价格下降。随着房屋价格持续冲高，资产膨胀会出现在房地产领域。美元与主要外币的汇率将继续走低。目前进行中的战争会变得越来越惹人反感，下一届政府将会以宣告胜利为借口被迫撤军。美国的选民们会前所未有的分裂。新闻报纸会继续报道，说在不超过二三十年后，一个亚洲国家将会如何主宰世界经济。

紧随这个令人不快的阶段，将会出现一个让人惊讶的新技术创新时期，它会激发另外一个主要的牛市。新技术会以无法想象的方式改变世界，会引领全新的行业，把令人惊异的新权力和新能量交到个人和政府的手中。

前面的场景实际上都会来了又去。不过那年是 1970 年，而不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是今天。那些在1970年后几十年里改变世界的力量只不过写在一些科幻小说和几本荒谬的书和文章里。有谁会梦想到互联网在1970年的出现呢？有谁能预见到柏林墙会在1989年的倒塌？日本实际上会没有主宰世界经济超过美国？中国会成为一个资本增长的机器？苏联会解体？个人计算机出现在每个人的书桌上，而汽车里的计算机能量也会超过了此时最大的计算机？一个全球化的经济？人口下降(不是过于拥挤)的前景成为要考虑的问题？绿色革命会意味着到处食品充裕(除了那些政府控制市场的地方)？

20世纪70年代，美国的情绪毫无疑问十分消极。日本正在侵蚀我们的制造业基础，失业率上升。里根在与吉米•卡特的竞争中提到了痛苦指数。这个指数是通货膨胀和失业率的混合物。

然而这一切都变了。实际上，现代社会中只有一样是连贯不变的，那就是变化的速度在加快。

“我的兴趣在于未来，因为我的余生将在那儿度过。”——查尔斯•凯特林(Charles F. Kettering)(译者注：1876~1958年。美国著名的工程师和发明家。他的各项发明对现代汽车的发展起了重大作用。)

阿尔文•托夫勒(Alvin Toffler)在他开创性的著作《第三次浪潮》(“The Third Wave”)中，把第一次浪潮描述为农业革命，第二次浪潮为工业革命，第三次浪潮为电子数据和通讯革命。他描述了这样一个社会，人们会顶着“电子头盔”上班，每天通过“电子高速路”把工作发送到“公司的虚拟场所”。

虽然是25年前写的，但是《第三次浪潮》却有着令人吃惊的先见之明。托夫勒预见到了一个政府和商业交织、大众专业化了的世界，一个充满了不确定和变化的世界。尽管有人表示我们仍然身处托夫勒的第三次浪潮，但是我还是认为，我们所面临的是不同的情况，无论是物质还是特性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三次浪潮实际上是一个创新时期的产物，我们称那个时期为“信息时代”。我相信我们还处于信息时代的中期，我们的工作和娱乐方式很快就会有更加深远的变化。

但是有些事情不一样了。我相信创新的浪潮不再是一个接一个的出现了，而是多种重大变化和技术创新的浪潮在全球几乎同时发生。其混合起来的效果将会产生一个人类历史上前所未有的变化时期。

我把这些因素的混合称之为“千禧波”。它对事情的改变将会挑战任何想像力，并且其速度也会使人追赶得上气不接下气。一方面，千禧波会被看作是一个好的资源，因为我们会生活得更加健康更加长久，会有更多的生活必需品和更多的生活选择。另一方面，我们所行走在上的这块土地会似乎在移动。我们得不断调整在脑中为自己的未来所描绘的地图，以决定自己的位置。

你对自己的未来计划得越周密，变化对你的打击就越大。灵活性将成为议事日程。嗜酒者互诫会的祷词将是，“请让我知道什么将会变化，使我明白什么不会变化，并赐我以智慧去懂得其中的不同。”

“在自己的所学中，你想传给后人的一件事是什么？”当我沉思这个向本书中其他作者提出的问题时，渐渐意识到，技术和文化上的变化正在以日益增长的速度走来，未来最关键的才能是在逐渐理解这些变化改变了古老的生活模式时，应付这些惊人变化的能力。许多模式都在非常缓慢地变化。学习所有这些模式随着千禧波的变化是如何彼此适应在一起的，不但只是投资这一领域的核心，也是一般现代生活的核心。

不过咱们还是先谈谈投资业吧。任何熟悉投资心理学研究的人都知道，压倒多数的研究成果显示，投资者有相当一部分人（当然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不包括你和我)一贯倾向于假设目前的趋势会长久地持续到未来。

他们也许在嘴上相信情况在变化，也许总在担心趋势改变，但是真投资起来时却满不是那么回事。名不虚传的已故经济学家赫伯特·斯坦(Herbert Stein)教给了我们一个很简单的概念：“一个不可持续的趋势是不会持续的。”然而，投资者(实际上包括几乎所有阶层的人类)却容忍当下的趋势成为他们透视未来的主要力量。就像马克·费恩(Mark Finn)在第三章所写，即使明知不该，我们还是会以过去的业绩为指导，挑选我们未来的投资对象。

对于自己的行动，投资者辩解起来要么总是爱说“这次不一样”，要么就觉得自己在变化发生时能够做出敏捷的反应或者躲避开来。他们从来没说对，也从来没做到。

我个人的职业生涯几乎总在变动。而这不过是其他上百万企业家、商人、和妇女生涯的一个回声而已。我们都在和变化打交道。实际上，在整个宏伟的框架中，我所经历那点儿变化相当不起眼。有数千万——也许上亿——的人们几乎每天都在经历更为剧烈的变化。

在以后的35年中，我们生活(并不只是投资！)得好坏将与我们如何对待日益加速的变化直接相关。

我个人对不断变化的体验会在世界各地被重复。有些变化是强迫我接受的，有些变化是我自愿拥抱的。我对朋友说过好几次，说希望这是我最后一次不得不“重新改造”自己。我也染上了大多数投资者都有的那个幻想：觉得今天的潮流将会继续下去。然而，我又知道这是不可能的。我所播种和收获的这块土地正在飞速变化，10年后它将会面目全非。

30年前我开始自己的职业生涯时，还没有传真机，没有隔夜交货，而且电话还很昂贵。计算机吗？那要到20年前才有，而且它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们与今天的机器相比简直就是玩具。直到几年前，送交一份通讯还得花好多钱呢，而现在的边际成本几乎可以忽略不计。一份还是100万份对我来说基本没什么区别了。

那时候做研究，除了自己收集的书和几本杂志通讯外，就是去图书馆。现在每天有大量的文章和通讯被送到我的“信箱”里，外加动下手指就能用一个叫GOOGLE的东西得到的几乎数量无限的数据。过去几年来的研究和文章我都储存在自己的电脑里，大约有5G，想找什么只要敲敲键盘就行。我像这样写一份8～10页的每周通讯，要是在以前的话，得花一个多月做准备工作。现在我每星期都能接触到大量的信息资料，星期五的下午花大约5个小时就能在计算机上写完一份每周通讯了。（我看到过一篇文章，说他们很快就能研制出一种帮助我们记忆的小药丸了。以后我会需要它的。）

国际读者？以前只有极少数曾经给过我这个荣幸。现在，我有成千上万的国际读者，往往来自那些遥远得让人吃惊的地方。

简而言之，变化是剧烈的。我有时候会埋怨，觉得适应起来很苦。很多时候这些变化毫无乐趣可言。而其中有些则是非常昂贵的教训。尽管我继续在自己目前的商业道路上走下去，但是我知道变化在发生。变化就像一辆火车。要么让它从你身上压过去，要么你就登上它驶向未来。

我可以听见那个追随一头公牛倒了城市的中国农民对我说，我根本就想像不出来变化的速度。想想中国和俄国或者其他发展中国家在过去10年的变化吧。我父亲最后一次驾着马车进城是20年代。40年后，他看见一个人用计算尺、方格纸和铅笔登上了月球。变化在这个速度上有增无减。

1967年，《毕业生》这个电影引起了轰动。我们都记得那著名的一幕，有人建议达斯汀•霍夫曼扮演的那个年轻人本杰明去塑料行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业建功立业。这一行那时正风行。但是结果显示这建议并不可取。自1967年以来，塑料行业40%的工作机会都消失了。

然而，就业率在大幅增长。有很多明显比塑料行业更好的机会。普林斯顿大学教授阿兰·科鲁格(Alan Krueger)在一份报告中指出，四分之一的就业人员所在的职位都不在1967年统计局的职业编码名单上。如果有人在1967年问哪里会有工作和机会，他可能听到的、也是正确的回答会是，“我不知道。但是一定有。”这在今天仍然是个正确答案。

个人电脑那时还是个梦想。电报电话公司仍然处于垄断位置。纤维光学？互联网？手机？机器人？生物科技？全球导航？传真？录像？MP3？计算机辅助的设计？这些都还不存在。

当我们30年后回头看那些对于现在来说还在未来的变化，会意识到那些变化远比我们现在看到的过去30年的变化更具革命性。就像在1975年很难想像2005年一样，在2005年也很难想象2035年。我们哄骗自己认为我们知道，可实际上我们并不知道。真正令人吃惊的事情和发明根本都还没出现在图板或者车库里呢。

在这个世界有大量的企业行为，未来将会回报其投资者的大规模公司的基础已经打好了。出现下一个微软、eBay、或者安进公司(Amgen)的动力将会成为变化的速度带来的一个新的机会。

我们所说的究竟是什么样的变化速度呢？语言识别系统、扫描仪、音乐合成器以及其他许多科技奇迹的发明者雷·库兹维尔(Ray Kurzweil)有一个10个人的团队，专门追踪科技的发展，预测10年或者20年甚至100年以后的事情。一涉及到对未来的思考时，他就变得非常热衷，并且大言不惭，这使他的预言至今为止都很正确。因此，我们理应注意他的这些话(写于2001年)：

科技的第一步——石器、火、轮子——花费了数万年时间。对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于生活在这个时期的人来说，即使过了1000年，科技上的变化也乏善足陈。及至公元前1000年，进展就快得多了，转型只需要一两百年。而我们在19世纪那一百年间目睹的科技变革则比前面9个世纪的总和还多。接着，我们在20世纪的头20年又目睹了比整个19世纪还要多的科技进步。现如今，仅仅几年就会出现一次转型。几年前的全球互联网还远不是现在的模样，而10年前它则还根本不存在。

> "转型速度(即科技发展的整体速度)目前每10年就翻一倍(大致)。也就是说，转型的时间每10年就会减少一半 (而它自身成倍的增长就是那个加速度)。因此，以直线的角度来看，21世纪的科技成就会等同于大约200个世纪的科技发展。作为对比，整个20世纪的科技成就以我们目前的速度来看，其实只需25年就可以达到。所以，21世纪所目睹的科技变化将会比前面所有的变化大1000倍。"

库兹维尔的意思是，大多数人都是以现在的变化速度来预测科技的未来。但是变化的速度在加快，因此越来越短的时间里发生着越来越多的变化。尽管库兹维尔所说的那些要大1000倍的科技变化绝大多数可能会发生在本世纪后期，但是其中有些会在以后20年内发生。那么这些变化究竟有多少呢？呃，从他最早写下这些字的时候起，变化的速度已经加快了。从目前的水平来看，以现在的变化速度，20世纪也就等同于大约20年的发展了。这个速度会继续加快到它只相当于仅仅几年的发展。他在《神奇旅程》("Fantastic Voyage")一书写道：……我们在14年后，会使整个20世纪的科技成就将等同于20年的发展。然后过7年再来一次。

也就是说，我们在以后21年里所目睹的科技变化，将会是整个21世纪的两倍。以这个步调，我们在25年内将会目睹变化的速度翻大约四番。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这可能吗？在我结束这篇文章的那个星期，《华尔街日报》在头版登了一篇关于文特尔(J. Craig Venter)最新项目的报道。文特尔是赛雷拉公司(Celera)的总裁，领导一个复制人类基因的私人项目。赛雷拉利用比政府资助的项目远为先进的设备在两年内就达到了目标。

一台 DNA 合成仪的配件现在可以花 10000 美元买到。罗伯·卡尔森(Rob Carlson)推测，到了 2010 年，DNA 合成技术将会使一个人就可以在一天内合成上亿的蛋白质序列。而这以后的 10 年内，一个人就可以在一个 8 小时的工作日内多次合成地球上所有人的基因——或者说，可以只用几秒钟就合成他自己的基因。

那么文特尔现在在做什么呢？赛雷拉公司为他赚足了钱，他正在研创人工生命形式。我们能够完成基因转化细菌细胞已经有 30 年了。文特尔打算彻底重新开始，创造它自己的全新的生命形式。他预计这一目标将在几年内实现。

当他(还要那些与他竞争的人)成功时，我们将会有一个开始加入新功能的基因块。文特尔想像有一种细菌能够把纤维素嚼烂变成乙醇；另一种能够把阳光变成氢，等等，没有止境。

今天，所用药品的 99%都产生于可以说是尝试和失误中。我们测试一种又一种的物质，试图找到它的通途。这一种能够治愈癌症或者低血糖吗？诸如此类。我们时不时地找到一种，但是往往并不真正知道它为什么能够对细胞分子有作用。它是原始而昂贵的。文特尔以及上千个像他那样的人所努力的，是解决 DNA 和 RNA 的编码问题。

如果能够把那些致使我们储存脂肪的基因消除，那岂不是好？这个基因在一万年前相当有用，但是它在如今却是健康杀手。或者，停止那些使动脉硬化的基因程序？又或者，像文特尔推测的那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样，把我们剪下的碎草变成可以用于汽车的汽油?

随着我们知识面的拓宽，随着我们工具的增多和成本的下降，我们发现有用产品的能力得到了前所未有的提升。文特尔将要创造出的工具将会带来各种各样的新产品和新发现。

而那只不过是一件小工具而已。还有成千上万这种各行各业的大大小小的工具，正在被科学家和发明家们在世界各地的研究所里创造出来。每一种都会使发明家们创造出更好更多的工具和产品。正如我们下面要说的，全球化不只是一个制造和销售的进程。随着来自世界各地的科学家可以就一个项目共同研究，为此项目贡献各人独特的知识，它同样也是一个智能进程。它使那些小国家或者资源缺乏的国家的科学家们也能够参与进来。

所有这一切都意味着变化会比任何时候都来得越来越快。但是科技的更快发展并不意味着所有事情都在发展。

变化的事物越多，不变的事物也越多。

未来会怎样？我们真得能够身处 2005 年，却对以后的二三十年有所了解吗？观察那些没有改变的事情，也许会使我们对未来的变化有些线索，使我们对自己和后代们肯定会经历的未来有点儿概念。

以后的 40 年，有三件事情不会改变。

创新周期不会改变。它会伴随着我们，因为它就是我们人类进程的一部分。不过，它的强度和密度将会加大。

商业周期以及与之相连的牛市和熊市不会变化。只要商业周期还在(议会该找到一条废除它的办法)，那亘古流长的价值高估市场到价值低估市场这一走势就会持续。

人类心理不会改变。人类心理正是我们之所以有这些周期的原因，也是我们繁荣和衰退的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、创新周期

俄国经济学家尼古拉·康德拉季耶夫(Nikolas Kondratieff)注意到，我们能够以周期来论市场，他的研究就是后来著名的康德拉季耶夫周期。许多人认为这些起起伏伏的周期持续 56 年、73 年、或者 69.3 年。而大多数人，包括我在内，看着这个研究，都觉得它是门令人迷惑的经济学。康氏长波理论的追随者所要说的，是市场和实际价格本身都是以某种固定的，几乎是直线的方式预先决定了的，就像科幻小说中预先已经决定好的命运那样。康氏长波的追随者都是那些告诉你 1987 年、1990 年、和 1994 年崩溃的家伙。

康氏长波理论试图用一个精确的周期来预测市场的方向，并有上一个周期的精确起始日和年数。但是约瑟夫·熊彼特(Joseph Schumpeter)出来说，这些周期与其是固定的，不如说与创新周期更为相关。

熊彼特的发现是，在任何一个市场中，一个新的革新要花很长时间才能渗透进 10%，但是从 10% 增长到 90% 却很快。这个周期所走的是我们所谓的 S 曲线，随着进入成熟阶段(或者说最后 10%的增长)，每个人最终都会接触到这项革新。这项革新完全渗透后，增长就开始缓慢，直到它与经济的增长，也就是国民生产总值(GDP)加上通货膨胀率，基本持平。这项革新可以再去它没有渗透的市场，但是一旦它在像美国和欧洲这样的世界主要经济中饱和，它就不再是一项革新了，而成为了商品。随着越来越多的公司可以生产同样的产品，它的价格也越来越低。

经济预测家哈里·邓特(Harry Dent)建议重新审视创新周期这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个理念，努力使它更完善些。尽管他在自己的著作中对创新周期做了非常精彩的分析，但是请忽视他对未来投资领域所做的那些描绘，比如说道琼斯指数在 2008 年将达到 40000 点。他的意思其实是，当我们回顾从前时，会发现创新周期有五个阶段。第一阶段是创新，第二阶段是高速增长尾随着一次调整，其次是成熟阶段，然后就是收尾或者说最终阶段。

之所以有一次调整，是因为产生了狂热，太多的人把资金投入到这项创新中去、堆积过剩，产生了过多容量。这可不就是我们人类爱做的事情吗？我们宁愿追逐那些现成的热门东西，而不愿去光顾那些也许会在未来热门的事物。我们把钱扔到那些正在高涨的事情中去，添火加油，结果市场并没有那么多的需求，于是你就被调整出去了。这种现象几乎发生在所有的创新周期中。

“这次不一样”这句话就该上场了。我们以目前的趋势来揣度遥远的未来，并没有意识到过剩会导致价格崩溃。

对于海底光纤容量的过度开发，我们都不陌生。开始的几根光纤预期会有极为丰厚的潜在利润(有的确实实现了)。但是后来每个人都插了一手，容量过剩，导致其价格大幅下跌。

铁路也差不多。当最早那 20 哩铁路在英国修成之后，投资者发现他们的利润预期简直太低了。实际利润比预期的要高出了很多。事实上，早期铁路在头一年的利润达到了 100%。就像 150 年后的光纤，铁路后来建的太多了，很快就出现了破产的现象。20 世纪早期，有好几百家汽车制造商和数千家电话公司。我说过，几乎每出现一个创新技术，就会发生这样的事。

随着时间，需求跟上了供应，就拿铁路来说，对铁路有了更多的需求，这时就进入了成熟阶段。这个阶段对于创业投资者很难，但却有益社会，因为所有这些容量和低廉的价格意味着商业机会的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

形成，新市场的启动。海底光纤也是如此。也许现在听起来并不可信，但是海底光纤(或者它的未来替代品)的另一轮热潮将会在某一天再次出现。

以我的观点来看，目前我们仍然处在信息时代的高速增长中。我们还没有看到真正的调整。没人知道宽带的发展对美国家庭会有怎样的影响。它会使用电缆还是光纤还是电力线？10年后，哪家公司将为你提供电话/电视/无线/手机/互联网/娱乐？我们会觉得需要什么样的配套服务？网络公司时代是潜在调整的前奏。当我们目睹真正的信息时代调整时，我认为那看上去会和所有典型的高速增长调整并无二致。我们将会目睹容量过剩，价格将会暴跌。一些主要的大公司将会无法生存。过剩的容量很快就会被增长的需求消化掉，而这个信息时代创新周期于是将会进入它的成熟阶段。

当你审视变化时，要记住，创新周期的关键在于变化是如何到来的。你不一定非得把握住它的启动，但是当一项革新暂露头角时，你得以长远一些的眼光来投资。而且还要记住，当好事太多时，就该出局了。我的预测是，千禧波的创新周期会比以前的那些创新周期短得多。

三、长期的牛市和熊市

另一个总是存在的周期是商业周期，它伴随着投资领域长期的牛市和熊市。我在《牛眼投资》(“Bull's Eye Investing”)这本书中指出，我们不应该像多数人那样从价格的角度来看待那些周期，而应该从价值的角度出发。

迈克尔·亚历山大(Michael Alexander)1999年写过一本很棒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，但是常常被人忽视的书，叫做《股市周期》（“Stock Cycles”），和其他书完全不同。他似乎在用看待周期的方式解析股市。亚历山大发现，在长期的牛市和熊市中，价值周期持续的时间是8～17年。这意味着我们目前正处在一个长期熊市的中间位置。过去，一个长期的熊市在下跌的过程中不会中途停止，总是要走到极限。在一个长期的熊市中会有一些牛市反弹，而等我们达到了“呕吐点”，也就是没什么人想谈论股份的时候，就会开始一个长期的牛市。

捷足者未必一定先登，勇敢者未必一定获胜，但这却是我们所应该做的。你不会在赛马时，冒极大的风险把赌注压在跑得最慢的那匹马上。你要的是有可能在那天获胜的那匹马。历史告诉我们，揭开熊市序幕的是高市盈率，揭开牛市序幕的是低市盈率。开始阶段的市盈率越低，那么等它到达顶峰时，你的获利就越多。

从市盈率的角度来看，你从什么阶段开始投资，这非常关键，随着时间，结果会大不相同。事实上，一个市场指数的实际回报(剔除通货膨胀率)为零的阶段曾经长达过20年，甚至更久。这是那些在办公室里企图把你拉进他们的共同基金的人不会告诉你的。一个资金经理永远也不会对你说，现在不是投资于他们基金的好时机，时机总是很正确。虽然，历史告诉我们，有些时候好，有些时候差。

我们来看一下杰瑞米·格兰瑟姆(Jeremy Grantham)的一个研究报告。他研究了从1925～2001年的年平均市盈率水平(图12.1)。在此基础上，他把这些年分为五个不同的小组。市盈率最高的年份被标记为“历史上最昂贵的20%”，市盈率最低的年份被标记为“历史上最便宜的20%”。他发现，接下来的10年，最便宜，或者说第二便宜的那五分之一的复利回报率是11%。那就是你的理财顾问让你在退休金计划上写下预期回报为10%～12%的时候，他会说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

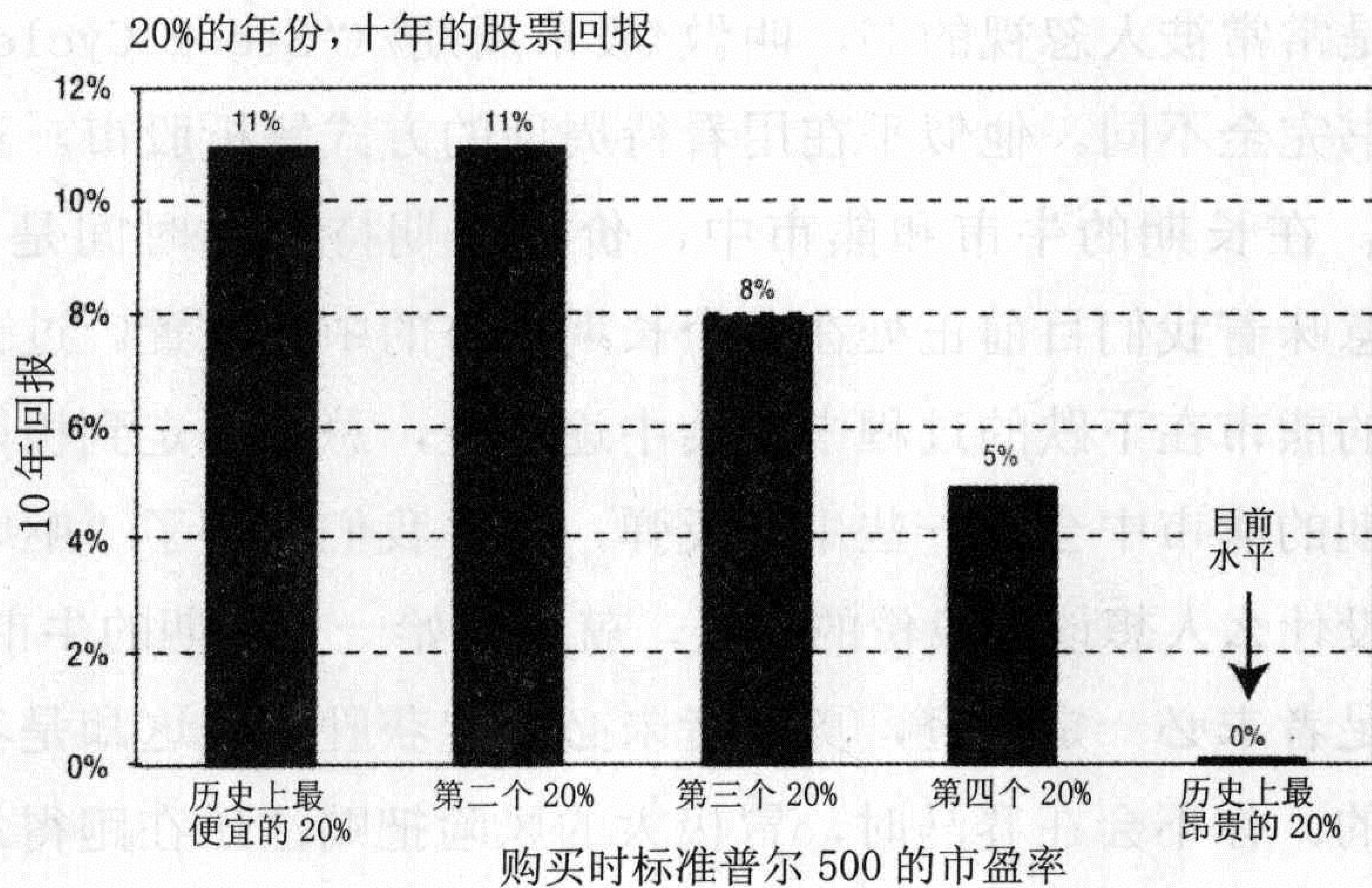


图 12.1　预测 10 年回报的 5 组市场平均市盈率

“瞧，你看见市场在过去的 10～15 年间的回报了吗？”

而如果你投资于历史上最昂贵的那五分之一时，接下来的 10 年中，你的平均复利回报率就会为零。除了那些向你收取资金管理费的经理，这对谁都不是一桩好买卖。因此，在价值低估时介入市场，是以前最好的选择。

重申一次，在价值高估和价值低估之间的这个周期是不太可能改变的。主宰它的是人类的心理。使用这个周期来调整自己的投资行为，会有更多好的回报。

市场是千变万化的。你会看见，道琼斯工业指数过去 103 年的平均回报，有大约 30%的时间是在正负 10%之间，在超过 70% 的时间里，它不是高于 10% 就是低于 10%。一个叫做大坝(Dalbar)的研究公司的研究显示，普通投资者比一般的共同基金要差很多，因为他们追逐回报率，总是换到更“热”的基金去。追逐回报率就是动能投资——哪里热门就往哪里去。结果，人们介入的往往是顶部，随着下跌被踢出局。这种策略本质上就是高位买入，低位抛出，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种投资方式非常可怜。这是投资者以过去的表现预测未来的结果。

咱们来谈谈复利真正的威力。就看从 1900 年到 2002 年的这 103 年吧。市场回报的年单利算数平均值是 7.2%。经纪人和其他销售人员就是以此出去兜揽资金的。问题是，同样的时间，如果以复利的方法计算年回报的话，其平均值就只有 4.8%了。要记着，这是很长一个阶段(这个例子中是 103 年)的平均复利。复利的这个消极影响来自这样一个因素，那就是如果你以前下降了 30%，那么就得用后来的 50%才能弥补回来(表 12.1)。

在我的网站 www.2000wave.com 上，有四张图表描绘过去这 103 年的投资回报(向你显示了税率、通货膨胀率、和佣金造成的影响)。你可以任选一年做为起始年，来看看那一阶段你的回报会是多少。那个图表是用颜色标记的，红色代表回报低于零；粉红代表回报在零与 3% 之间；蓝色代表 3%～7%；而绿色则覆盖了那些年复利率超过 7%的阶段。年复利这些数字都是黑色或白色，代表市盈率的上涨或者下跌。

惊讶吧？你会发现，几乎所有的绿色地带都是上涨的市盈率，或者说黑色数字。而红色和粉红色的地方却相反，大多都是白色数字。这张图也形象表现了市场长期的历史回报率走势。你能很容易地看到回报为 0～3%的那 10 或者 15 年。这告诉我，当我看见了高市盈率时，也许别处会有更好的回报。

总有一个地方有样东西会处于牛市。当你处在一个长期的熊市周期里，就应该在如何止损上多花心思，尽量争取绝对回报；当你处在一个长期的牛市周期里，就应该购买指数，因为相对回报过去的历史表现不错。我这么说的意思是，如果市盈率低，即使发生了像 1987 年 10 月那样的情况，你把资金投入指数也不会差，因为市盈率的上涨，我们希望，是由于价格上涨，而不是收益下跌。你要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12.1 单利与复利的比较

年单利回报	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	平均数
1900	7%	−9%	0%	−24%	42%	38%	−2%	−38%	47%	15%	
1910	−18%	0%	8%	−10%	−31%	82%	−4%	−22%	11%	30%	
1920	−33%	13%	22%	−3%	26%	30%	0%	29%	48%	−17%	
1930	−34%	−53%	−23%	67%	4%	39%	25%	−33%	28%	−3%	
1940	−13%	−15%	8%	14%	12%	27%	−8%	2%	−2%	13%	
1950	18%	14%	8%	−4%	44%	21%	2%	−13%	34%	16%	均值 = 7.2%
1960	−9%	19%	−11%	17%	15%	11%	−19%	15%	4%	−15%	
1970	5%	6%	15%	−17%	−28%	38%	18%	−17%	−3%	4%	
1980	15%	−9$	20%	20%	−4%	28%	23%	2%	12%	27%	
1990	−4%	20%	4%	14%	2%	33%	26%	23%	16%	25%	
2000	−6%	−7%	−17%								

年复利回报	01/01/1990	12/31/2002	平均数
起始：	66.08		
结束：		8,341.63	→ 均值 = 4.8%
年数：		103	

版权 2003 Crestmont Research (www.CrestmontResearch.com)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做的，就是跟着市场走，因为市场在涨。而如果你主动出击竟然也战胜了市场，那么你就是好样的。

而如果处于一个长期的熊市周期，那你最好反着做。在长期熊市中，市场估值随着时间而下降。这时你就该把精力集中在绝对回报和防范亏损上。你的衡量标准，在一个长期的熊市中，是一个基金。在这样的熊市中，亏得最少的人就是赢家。情况就是如此。一般来说，在这个阶段里，你用债券就可以大幅超过股票市场的回报。

如果你还不到 30 岁，那就有个好消息给你。你很可能还可以目睹至少两个牛市。周期的平均长度是 13 年，你能见到目前熊市的结束，然后照我看来，就会是一个相当大的牛市。因为你够年轻，所以在 75 岁前(再过 45 年，这个岁数会显得很年轻，相信我！)，还能够看见另外一个完整的周期。好好存起每一分钱，让它们随着时间利滚利吧！

四、人类心理

人类心理，无论好坏，总会和我们如影随形。它已经发展了几千年，不大可能在短短数年中改变。诺贝尔 2002 年的经济学奖获得者是两个心理学家(Daniel Kahneman &Vernon L. Smith)，他们提出了一个某种时候很明显的看法，那就是投资者是非理性的。他们的贡献在于，不但认为人类是非理性的，而且是可预料的非理性。我们不断地重复错误。我很喜欢爱因斯坦的一句名言：“所谓疯子，就是反复做同一件事情却指望结果不同。”

正是这种可预料的非理性使得我们疯狂追捧，动不动就制造投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资泡沫，或者说变得毫无来由地勇敢无畏，逃避良好的价值。人类心理根植在长期的牛市和熊市中。它也根植在创新周期中，使得我们在积极时喊着“这次不一样”而过分投入。

我鼓励大家仔细阅读一下本书中的那章“投资心理”，学习一下我们是如何犯下那些错误的，然后停止犯错！同时还要意识到，你的人类伙伴们也会处在我下面要谈到的趋势和周期中，而且几乎可以预料，他们会一遍遍犯同样的错误。你的未来将会出现更多的泡沫。好好享受它们。只要你不受愚弄，它们会带来巨大的财富。记住，这次几乎从来不会有什么不同。对于那些人类情绪驱动的趋势，这一条更是如此。我们永远不会接受教训。

五、弄潮千禧波

千禧波混合了多种创新周期，并且伴随着深远的社会变迁。这些变化不断加快，速度是人类历史上前所未有的。我们在这一小节中不可能把每一种细小的波动都一一道尽，只能对千禧波的组成部分作一下简略的分析。我认为这些变化是积极的力量，将会帮助我们解决那些千禧波的其他方面所带来的问题。

正如我已经说过的，我认为再过几年我们将会目睹信息时代的一次调整，随之将出现另外 20 年繁荣昌盛的成熟阶段。回顾以往，这 20 年也绝对应该和从 1980～2005 年那段创新周期一样轰轰烈烈。这将掀起一次甚至更为全球化的科技和生产力热潮，创造财富和就业机会。

要预见这样一个浪潮并没有什么困难，它是件好事。但是我认为一件令人惊讶的事情将会出现，那会是人类历史上前所未见的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我相信，我们在享受信息时代成熟阶段的繁荣之外，还将经历多元的重大创新浪潮。

目前，生物科技革命还仍然处于它的创新起始阶段。与专家对它在15～20年后的预期相比，它几乎可以算还没有发挥出任何影响。再过几年，我们将目睹生物科技革新掀起的增长浪潮的启动。令人惊奇的新型药物和进程将改变我们的生活方式。我们将会活得更久更健康，能吃到质量更好价格更便宜的食品，能清除我们的垃圾(和脂肪)，甚至能够获得新的精力来源。

生物科技革命给生活带来的变化将远远超过信息时代。大批涉及面广泛的新公司将伴随着新的科技应运而生，这些技术能够延长我们的寿命，防止和治疗疾病，并且在吃饭穿衣上使我们能够做到更为有效。我们中许多目前正值中年的人将会健康地活到100岁，而我的孩子们将会成为第一代庆祝自己亲历两个世纪的人中的一部分，这都得感谢即将出现的那些增强和延长生命的药物和生物技术。这一切会比大多数人目前所认为的要更早地发生。记住，革新和改变的速度正在加快。

生物技术革命之后，紧跟着的就是量子革命和纳米技术——一个小的令人无法置信的机器和程序的世界。今天听着像是科幻小说的东西，在20或者30年内将成为现实。有一小例为证。我放松的时候喜欢读科幻小说，这个习惯持续了有45年。在过去的10年中，科幻小说的主题发生了重大变化，越来越多的作者都在思考纳米技术将带来的改变。

其中常见的一个主题是“可编程的粉末”。这些粉末落到一堆原材料上后，就能把这堆材料重新变成道路、桥梁、机器、或者食物。要记住，我说过这是科幻小说。然而，现实中，英特尔公司正为卡耐基－梅隆大学(Carnegie-Mellon)的教授们提供研究资金，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

创造一种能够变形为任何事物的机器。你在某个地方扫描，把数字扫描发到了另一个地方，然后就形成了一个三维物体。目前“粉末”还是个相当于鸡蛋大小的物体，仍然在进展中。但是英特尔的人认为，随着时间他们能够把它的体积缩小。他们所说的时间，指的是 10 年或者 20 年。对于这个仿佛出自星球大战的项目，有的是严肃对待它的人和资金。

我确实也看到了科幻小说所展示的另外一面，即生物和纳米技术发展的黑暗面。人们做起重大性破坏来也将更为容易。如何防止这种类型的问题和事故，将会是以后 30 年中更具挑战性的事情之一。

与生物技术革命丝丝相扣的是想要发现新能源的强烈动机。对新型的，更为廉价的能量资源的需求将会促发各种各样的革新和发明。当年英国需要一种新形式的能源来代替日益减少的森林资源，为了解决煤矿的积水问题，因此出现了蒸汽机。然而，蒸汽机附加在其他领域的用途却使大英帝国达到了它经济地位上的尖峰时刻。就想想那些随着新能源而将登场的资源和资金以及革新吧！

有一个国际财团正在开始资助一个在法国建造的核聚变反应堆。这是一个超过 100 亿美元的项目，工作的时限为 20 年。该计划的目标是提供一个几乎无限的干净、环保、并且廉价的能源，一劳永逸地解决这个问题。而我在很大程度上则疑心，与此同时，规模较小、资金没有那么充分的发明家们也许会给我们带来惊喜。

《苏格兰人》(“The Scotsman”)上登过一篇文章，说，“有一组科学家发现了一种全新的仅用流水来制造电力的方式。这项突破是 160 年来第一个新的方法，能够为像手机和计算器那样的设备提供免费的清洁能源。从大规模上来看，它很可能可被用于为全国高压输电线网输电。加拿大阿尔伯塔大学(university of Alberta)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工程学院是此项技术的发现地，它的系主任大卫·林奇(David Lynch) 说，‘发现全新的发电方式，是研究中难得一见的重大根本性突破……这个系统所依赖的是液体流过固体表面的自然“动电学”效应。在水很薄的一个层面，也就是与固体表面接触的那层，产生了力量之间的相互作用，伴随着一个净电荷。’”

有史以来，我们第一次可能遭遇复合的重大创新浪潮：信息、生物技术、量子、还有能源波。所有的这一切都会在同一时间里创造出变化，推动经济进展。这就像是瓦特、爱迪生、福特、贝尔、惠特尼、克里克都同时出现了。我们的世界将会有怎样的变化？事情将会如何进展？想像一下这些可能性，你就会对未来有点儿概念了。

并不是所有的变化都涉及科技。千禧波的很大一部分，也许具有更深远的破坏性的那部分，会是社会的变迁。导致这一变迁的是不可避免的人口变动，以及混合着地理政治变动的全球化。

六、人口问题是命运之手

遍及书本的另外一个主题是人口统计学。对于 20 年后有多少人会超过 60 岁这一问题，我们只要看看现在有多少人是 40 岁就可以得出一个相当实在的答案。通过变化缓慢的出生率和死亡率，我们对世界人口趋势就能有一个相当实在的了解。而我们所目睹的，是一个正在老年化的欧洲、日本、和美洲，几乎每个地方的出生率都在下降。

这对全球化的速度和平衡将产生重大影响。发达国家(北美、欧洲、和日本) 从 1950 年占世界人口的 33%下降到了现在的 18%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前的发达国家在45年后将会只占人口的12%。目前的发展中国家(有许多正在成为发达国家)逐渐会增长到大致87%。这是经济力量和市场的一次巨大转移。

另外一个重要的变化会发生在那10个主要的伊斯兰教国家中。到2050年，他们的人口数量将和发达国家的人口数量一样多。现在，俄国有1亿4500万人口，以它目前的速度，到2050年时，它的人口会减少到1亿。伊朗和伊拉克目前共有8700万人。他们目前是俄国人口的大约60%，而仅仅到2025年，这两个国家的人口就会比俄国多出1000万了。单从伊朗来看，45年后，它的人口就会超过俄国。你认为像俄国这样的核武器和军事大国将会如何面对这一变化呢？我总是在想，伊朗想要核武器的原因是否真的仅仅因为美国。

也门预计在45年后人口将超过德国。也门是个小国家，到时候人们往哪儿去呢？从它现在的1800万人口增长到联合国预计的8400万，从地理上来说，那个时候也门几乎不可能容纳。如果不强硬地大幅控制出生率，那就得移民。这个问题会不断放大。

我们已经目睹了人类史上人类最大的迁移。两亿多中国人在过去的20年间从内陆和西部迁移到了海岸线90哩内。这就像是几乎所有美国中部的人决定移到海岸区一样。人口的变动清楚表明，我们将会目睹更多的迁移。其中的原因之一出自发展中国家的需求，对于劳动力来说，它们的人口在老化。

世界上的老化人口在人口统计学中有什么含义呢？发达国家超过60岁的人口比例从2005年到2040年将大幅提升。美国会从目前的16%上升到26%；日本会从23%增长到44%；意大利会从24%增长到46%。算上那些20岁以下的人和(或者)学生，在许多欧洲国家中，相对每一个退休的人，连一个劳动力都不到。除了将来谁为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

退休福利买单这个问题外，还存在着谁来照顾这些老人的问题。在许多国家，如果不大量移民，就不会有充足的劳动力。

战略与国际研究中心(The Center for Strategic and International Studies)的报告说到，“就人类历史的大部分时间来说，直到大约一个世纪前，老龄人口(超过和包括65岁的人)从未超过人口的2%或者3%。”

这些重大问题会影响到劳动生产力，影响到医疗福利，并且损失经济。如果恪守对退休人员的承诺，那么必须征税的GDP比例就会成为一个大问题，因为往分期付款的退休系统中注入资金的劳动力在减少。仅社会福利这一项，法国就将占到64%的GDP，而德国将会是60%，这还没算其他诸如教育、军事、交通等等这样的政府开销。

直截了当地说，这些国家(包括美国)以后不可能恪守他们的承诺。那意味着不是大幅增加税收就是大幅减少福利，或者两者都有。

你认为年轻的、受过教育的企业家们会待在法国或者德国，眼睁睁地看着被征税75%或者更多么？这套显然不行。欧洲和日本注定了会经历巨大的社会和经济重负。在欧洲和日本根深蒂固的农民补助金将会被减少或者停止。对此我能怎么说呢？会有比农民更多的老龄选民想要他们的医疗保健和退休金。而在法国，农民津贴仅仅只面临着很小幅度的缩减，就引发了农民的暴动、堵塞道路、以及大型示威活动。想想看，接下来的10～15年内，他们在丢掉了那些补助后会发生什么吧。

美国的情况虽然没有欧洲和日本那么糟糕，但是也面临着自己人口高速路上正飞速而来的问题。美国将会被迫改变自己的社会保障体系。如果在2006年底我们还没有改变它的话，那么我预测会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在2013年改变。无论2008年哪个党派当选，在第二个任期前都不会动这条政治的“第三根轨道”(社会保障体系)。拖到那时，问题将变得更为严重。

美国的社会保障体系还是有应对办法的。真正的问题是医疗保险和健康保健。这部分开支所占的GDP将会从2003年的14%上升到2010年的17%，而伴随着二战后生育高峰出生的人需要越来越多的照顾，以及为了保持我们的健康而寻找更好更昂贵的手段的情形，这个比例还会持续上升。这预示了消费者的消费习惯将发生出现巨大的变化。

据报道，美国纳税人面临的将是医保导致的40万亿财政赤字。没有什么其他更好的选择了。我们要么随着时间大幅提高税率，缩减其他方面的开支，比如军事、农业补助、教育和社会保障；要么就缩减健康保健计划。什么政客会想操纵这样一个平台呢？

而且甚至会出现更为深远的文化改变，就如一本书中所记录的那样。我强烈推荐本·瓦藤伯格(Ben Wattenberg)所写的这本《越来越少》(“Fewer”)。它的基础是联合国对未来人口增长的一个新预测所传递的含义。联合国在2002年之前认为世界人口增长会减缓到每个妇女大约生育2.1个孩子的水平，而现在它的预测是世界人口的增长将会是1.85(顺便说一下，2.1是更替水平)。那个数字是总生育率，也就是TFR(Total Fertility Rate)。

那些被美国认为是更为发达的国家(基本上就是指西方和日本)的生育率是1.6，比更替率低了许多。这些国家中，美国的生育率最高，达2.0，而欧洲整体只有1.38。按照一个略高些生育率，或者说，按照生育率为1.45来计算，欧洲人口在2050年时，将会从现在的7亿2800万下降到大约6亿3200万。

而这一趋势并不仅限于发达国家，世界上其他地方的生育率也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在以极快的速度下降。人人几乎都注意到了，由于计划生育政策，中国的总生育率已经下降到了1.8左右。但令我吃惊的是，伊朗的总生育率也居然从1960年的7.0下降到了现在的2.1。埃及在过去40年来生育率下降了一半，现在仅略微高出3.0，并且还在逐年下降。巴西现在低于2.1的更替水平。印度的生育率在短短二30年内就从6.0几乎降到了3.0，而这个趋势绝对还在持续，特别是在新的印度中产阶级中。

墨西哥的人口统计学家预计他们的总生育率今年会将到更替水平以下。想想20年后它对美国移民政策的影响吧。韩国的总生育率在50年代后期还是6.3，而到2003年只有1.17了。俄国是1.1。保加利亚是1.1。日本是1.3。德国是1.35。总共有63个国家的总生育率低于2.1。

低出生率就意味着有很多妇女没有生育，这一点我虽然也想到了，可还是吃惊于适龄妇女最终没有生育的比例：德国26%，芬兰21%，英国21%，意大利19%，挪威19%，加拿大14%。美国则是16%，比起70年代的11%要高出了许多。

欧洲的退休人口和美国的退休人口对比非常鲜明。现今，美国的退休年龄仍然是传统的65岁。1985年，美国把能够享受社会保障福利的退休年龄提高到了67岁，到2022年，这一政策将全面推行。以下是欧洲国家男子平均退休年龄的一些例子：比利时，58.1；法国，58.8；德国，61.0；意大利和挪威略微低于60；英国，62.9；瑞士，64.5。

瓦藤伯格指出，一个国家在人口停止增长，课税基础和经济基础都没有得到拓宽的情形下是无法持续繁荣的。美国需要它的移民。没有这些移民，我们的社会保障和医疗保险问题就会迅速恶化达到它们最大的极限。我们会目睹我们的这些问题逐渐变得像欧洲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么令人头痛。不谈文化意义，仅从经济立场来说，美国应该积极增加引进为己所需的移民。我们现在的政策缺乏认识，而且杂乱无章，不过每年还能做到至少引进100万移民。如果我们够聪明的话，就应该尽最大可能吸引那些年轻的、受过教育的人来美国，并同时让我们自己的孩子得到更好的教育。

欧洲那儿要好多了。瓦藤伯格说，"……说到欧洲，根据(联合国的一份出版物所谓的)'更替迁移'，现在欧洲比美国的人要多出两倍，但是整个欧洲大陆每年仅接受37.6万移民，差不多只相当于美国的三分之一。要想使自己的总体人口水平保持下去，欧洲的移民数目就必须达到每年191.7万，也就是说年增长要超过500%。而如果要想继续保持15～64岁之间的劳动力水平，那就必须把移民的数目提高到每年322.7万，年增长超过900%。联合国还计算了要保持人口负担系数——也就是劳动力与那些超过65岁和低于15岁的人口之间的比例——的条件。这需要每年引进移民2713.9万人，年增长超过7100%。这是不太可能发生的。"

这样说太保守了，忘记了人的精力。我们某一天会认识到，年轻人才是真正的自然和有限的资源。

人口统计不能被立法禁止。示威也无法改变现实。这些趋势将对我们的国家和文化，还有经济造成深远的影响。

顺便说一下，从文化上来看，新的人口状况意味着我们对待家庭和婚姻的方式将发生重大变化。这在许多层面上都会是非常困难的，因为它会被认为是对传统婚姻的侮辱。但是如果我们以历史的模式来谈论"传统"，而现在世界上许多地方仍旧在沿用这种模式，即女性没有权利，多少还被视为一项财产，那么就有必要稍微重新定义一下"传统"。正如斯泰芬尼·库兹(Stephanie Coontz)在《婚姻史》("Marriage: A History")一书中所写的，相对人类历史来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，人们为了爱而结婚只是近期才有的观念。而我们已经在目睹结婚率在发生重大的变化，女性结婚的年龄越来越晚，并且放弃生育。女性的独立(非常好的一件事情！)在两性关系中挑起了新的动态，正有待平衡。这些都是我们意想不到的结果，而我们只有在目睹它们出现时才能够了解。

七、全球化浪潮

全球化是指经济的日益融合和国家之间的相互依赖。本世纪的经济全球化有两条主要发展路线：贸易自由化(物资周转增加)和金融自由化(资本周转扩张)。

美国制造业的工作转移到了中国，服务性工作外包到了印度；这些问题我们都并不陌生了。每家工厂在宣布关门时，都有一堆当地的新闻机构争相报道。

但是我们忽略了一个事实，那就是更多的工作从外国转移到了美国。全球化有许多方面，但是它意味着所有的事情都在以越来越快的速度变化。弗里德曼在他那本畅销书《世界是平的》里面说的对，新技术产生的新程序使人们能够更轻易地在世界上任何地方做生意，商业世界已经变成平的了。

就在我们要结束这则新闻时，更多平等的领域、公司和个人(主要在西方国家)迅速开始适应这种情形，30亿本来被冻结在领域之外的人忽然发现自己可以自由地随时联系，与其他任何人来往。

除去极少的一部分，这30亿人以前从来没有机会去与人竞争和合作，因为他们生活在很大程度上是封闭的经济体系中，政治和经济结构是非常垂直的，而且层次分明。我指的是在中国、印度、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

俄国、东欧、拉丁美洲、以及中亚的人们。他们的经济和政治体系在 90 年代都开放了，因此它们的人民也有了更多的自由去参加自由市场的游戏。而这 30 亿人什么时候与新程序和新领域合二为一？就在世界被拉平的时候，就在这些人能够用比任何时候都更为廉价更为简单的工具更加平等更加无阻碍地参与竞争和合作的时候。是的，要感谢世界的抹平，这些新参与者中有许多人甚至都不必走出家门去参预……事情会找上门来！

我相信，这种三方面——新的参与者，在新的领域，为平面的合作发展新的程序和习惯——的合而为一正是 21 世纪早期影响全球经济最重要的力量。如此多的人能够接触到这么多的合作工具，再加上通过搜索引擎和互联网接触到数不清的原始资料的能力，都保证了下一代革新将会来自“平面地球”的任何角落。在很快就能够参预到所有的发现和革新中来的人中所展示出的全球性，将是这个世界前所未见的。

全球化的速度将会改变。 除去政府贸易保护法令的干预，没什么可以停止这个趋势。但它也为世界带来了一些严重的失衡。目前，美国正承受着巨额贸易赤字，消化这发展中国家的产品和储蓄。这种情形肯定无法永久持续下去。从一个以美国为中心的世界到一个更加平衡的世界，这个转移将产生许多的痛苦和机会，但是当世界把这一切理顺时(它一定会的，没准还很轻易！)，我们就会拥有一个更为平衡的世界经济。

这一切都会把经济势力转移到东方。到本世纪中期世，中国、印度、还有亚洲的其他地方都将走上前台。西方国家的经济、政治、还有人口上的变化都会促成这次变动。美国和欧洲为二战后生育高峰出生的人(baby boomer)和新生代 X(generation X)中的年纪大的那部分提供了 GDP 的保障。我们把农业赌在了未来上，然而却

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有为此储蓄足够的钱，我们指望我们的孩子来为它付账。这将迫使基本结构的重新建立。中国、印度、还有亚洲其他国家并没有这个任务，因为他们的老龄人口所占的比例要小得多，因此能够把更多的钱用于研究和发展经济。他们的研究和发展经费要想赶上西方国家，还需要很多年。但是西方国家的优势在随着时间而日益减少。

八、世界新秩序

戴维森和瑞斯莫戈在他们1997年出版的《主权个人》一书中写下了这些非常有预见性的文字：

> 总之，对于认同了20世纪工业社会的那些文明神话的人来说，未来很可能令人惊愕而困惑。社会民主的幻觉就是这些神话的一部分，曾经激励了世界上最有才智的人们。他们预先假定社会将沿着政府所希望的路线进化——最好与认真计数的民意调查相呼应。这在50年前似乎再真实也没有了，而现在却非常不合时宜，就像一扇生锈的烟窗那样成了工业主义制造的产物。文明神话不仅反映出了那种认为工程化方式可以解决社会问题的心态，而且还反映出了一种虚假的信心，即资源和个人在未来仍将像在20世纪中一样在政治力量前脆弱不堪。对此我们深为质疑。市场力量，而不是政治上的大多数人，将会以一种公众舆论既无法理解也并不欢迎的方式促使社会重新改造。

新的科技、人口、和全球化波动将迫使国家管理产生变动，正如戴维森和瑞斯莫戈所述，“……将会以一种公众舆论既无法理解也并不欢迎的方式促使社会重新改造。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政府本身就是，而不是解决问题的办法。如果政府真是答案，那我们就提错了问题。从财务立场上来说，一般管理越少，成本就越低，是件好事。你交得税越少，你的公司和投资者们交得税就越少，而能够把你们的产品买回家去的客户越多。不用说，投资者也能获得更多回报。那意味着每个人都有了更多的机会。

我们将不得不学习如何重新配置资源。这意味着一部分人会得不到他们原以为是有保障的政府援助。这个变化没有几个人会喜欢，但是却别无选择。现实和期望会在某一时刻最终汇合。现实一向是赢家。

“经济和金融领域正在以我们仍然还不能完全理解的方式改变，”格林斯潘近期在北京的银行会议上说到，“因此，政策制定者们也无法做到对任何不利发展都能够提起充分预料到，并有效地制定相应措施。”

该如何对待千禧波以及它带来的变化呢？首先，要把变化看做是一次机会。它会为工作、投资、还有你的生活创造出新的前景。而你也应该懂得，有时候变化是强加于你的。这一切早已在进行中，规模只会越来越大。

有些经济学家在识别劳动力的新秩序上不够敏感，但是这一动态并没有被所有的人忽略。纽约联邦储备银行的埃瑞克·格洛申(Erica Groshen)和西蒙·珀特(Simon Potter)在 2003 年的 8 月对此总结道：“从 2001 年经济衰退的两个特征中，我们发现了结构变化的证据：与临时性解雇和就业机会的跨行业转移相比，正规工作的工作机会丧失得更多”(这和以前的衰退表现相差很大)。有关数据表明，经济复苏后增加的大多数工作机会都是在新的公司和行业里的新职位，而不是重新雇佣。

经济必须“解雇、再教育(如果可能的话)、行动、然后雇佣”，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而不是“解雇、然后重新雇佣”。他们写道：“必须在不同的公司或者行业中寻找新职位的人现在在所有失业人员中占的比例高得异乎寻常。即使在最好的条件下，要找寻这样的工作也是困难而且费时的，何况现如今金融市场疲软，经济中充满了不确定性，这项任务会变得更为复杂。”

因而，你一定要意识到，变化需要灵活性。千禧波要求你不断学习、再学习。大学现在只是教育的初级阶段。将只有极少数人的工作以后不会随着时间有大的变化。这是一件好事，因为如果你与世界的变化保持同步，你就获得了机会。

我一直在用这个词——机会。这就是对待千禧波的正确态度。只以敌对的态度盯着扑面而来的变化，这太容易了，因为它的负面实在很多。可这种负面态度在未来的日子里不会有任何作用。实际上，它在以前也算不上是一个好策略。

九、这对投资者来说意味着什么

阿尔伯特·王(Albert Wang)在《金融中介杂志》(“Journalof Fiancial Intermediation”)发表的一篇文章向我们表明，采取谨慎的乐观态度是比较合适的方式。他用进化博弈论来研究证券市场的人群动态。在他的模型中，财富积累的增长率催动着进化过程，而这是其内在决定的(这个意思是说，影响输赢结果的只有数据，而不是什么外部因素)。他发现，无论是自信心不足的投资者还是悲观的情绪都无法在市场中生存，而极端自负和乐观的投资者也同样无法长期生存，只有那些适当自负的投资者实际上才是市场的主宰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我们祖先的世界里，自负会让你把命丢掉，而缺乏自信心又意味着你坐在那儿挨饿。谨慎的乐观才是比较合适的方式。

而世界并没有改变，它仍然还是如此。

随着全新公司和程序的创建，千禧波将会提供历史上从未有过的最伟大的投资机会。当然，这也意味着熊彼特(Schumpeter)所说的“创造性破坏”全面展开，许多公司将成为新世纪发动条件的制造者。进入指数的公司不是已经规模很大了，就是正逐渐成为古老的恐龙，要想利用所有的这些变化，你的机智和决断能力比消极地投资于指数更有效。

变化。你最好去了解它，并且爱上它。它正向你走来。要说有什么事情是确定无疑的话，这就是一件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

■在金融世界的崎岖道路上，人们常常会感到困惑，甚至要面对充满了矛盾的方向做出选择，在《投资中最重要的一件事》里，莫尔丁先生为您提供了一条通往成功的捷径：来自功成名就的一些金融专家各自给出了自己在投资中积累的最具价值的一条建议。

■如此高水平阵容的金融大师们汇集在一起以如此简洁的方式亮出他们的观点，这是前所未有的。在这些表述清晰，通俗易懂的美妙文章中，每位作者都贡献出了他们观点中最宝贵的核心——投资中最重要的一件事，一个他们会传给自己子孙的投资建议。而现在，这些凝聚了投资智慧的闪光宝石就在你的手中。

■你所能得到的最重要的投资建议是什么？就让本书中投资大师们把他们所感悟到的“投资中最重要的一件事”与你一起分享吧。



www.wiley.com

经典证券图书是人类智慧在投资领域的心血结晶，
其中任何文字和图表对投资成功与否至关重要。
敬请读者购买时务必选择正版。



ISBN 978-7-5028-3198-1



定价：38.00元